

TAMPEREEN YLIOPISTO

Johtamiskorkeakoulu

---

Essi Valaja

**Oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus ja huomioitavat oikeudelliset seikat rahoitusta hakevan yrityksen näkökulmasta**

---

Pro gradu -tutkielma

Yritysjuridiikka

Tampere 2015

# Tiivistelmä

Tampereen yliopisto

Johtamiskorkeakoulu

VALAJA, ESSI: Oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus ja huomioitavat oikeudelliset seikat rahoitusta hakevan yrityksen näkökulmasta

Pro gradu -tutkielma: xi + 95 s.

Yritysjuridiikka

Toukokuu 2015

---

Oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus on perinteisten rahoitusmallien rinnalle viime vuosina noussut keino kerryttää yrityksen pääomarahoitusta, ja sen on nähty luovan varteenotettavia mahdollisuuksia erityisesti pienten alkuvaiheessa olevien kasvu- ja startup-yritysten rahoitus-tarpeen kattamiselle. Oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen toimintalogiikka on pääoma-rahoituksen hankkiminen yksittäisten suurten pääomasijoittajien ja suurten yksittäisten sijoitus-panosten sijaan suurelta yleisöltä, pienten, mutta monilukuisten yksittäisten sijoitussummien kautta. Oman pääoman ehtoisesssa joukkorahoituksessa on käytännössä tavallisesti kyseessä yk-sityisen osakeyhtiön toteuttama yleisölle suunnattu osakeanti, jossa sijoittajat saavat sijoitta-miensa varojen vastineeksi yhtiön osakkeita tullen siten yhtiön osakkeenomistajaksi.

Oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen käytön nopea yleistyminen ja sen alan vakiintuma-ton, vasta kehittymässä oleva luonne ovat lisänneet sen sääntelyyn kohdistunutta huomiota. Joukkorahoituksen alaa ei ole Suomessa eikä EU-tasolla vielä erikseen säännelty ja sitä koske-via säännöksiä löytyykin useasta eri säädöskokoelmasta. Tutkielmassa on tarkasteltu oman pää-oman ehtoista joukkorahoitusta tarkoituksena kartoittaa ne juridiset seikat, jotka rahoitusta ha-kevan yhtiön tulee ottaa huomioon rahoittaessaan toimintaansa oman pääoman ehtoisen jouk-korahoituksen avulla, jotta sen toiminta olisi lain ja hyvän tavan mukaista sekä toteuttamiskel-poista ja kannattavaa myös tulevaisuudessa. Aihetta lähestytään tulkitsemalla ja systematisoi-malla voimassa olevaa oikeutta pääosin osakeyhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeudelliselta kat-santokannalta.

Laajan sopimusvapauden turvin yhtiö ja sijoittajat voivat sopia osakkeiden tuottamista oikeuk-sista ja niiden rajoituksista suhteellisen vapaasti. Tavallisesti perustajaosakkeenomistajien kan-nalta lienee hyödyllisintä, että yrityksen hallinta- ja päätöksentekosuhteet säilyvät halutussa muodossa ja yhtiöön varojaan sijoittavat joukkorahoittajat toimivat yhtiössä lähinnä rahoittajan roolissa. Keskeisimpiä yksityisen osakeyhtiön oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen käyttöön vaikuttavia seikkoja ovat osakeyhtiölain yleiset periaatteet sekä osakkeenomistajien ja heille osakkeiden perusteella osoitettujen oikeuksien kontrollointia koskeva yhtiöoikeudelli-nen sääntely. Sopimusoikeudelliset periaatteet liittyvät myös osaltaan yhtiön toiminnan tehok-kaaseen järjestämiseen. Osakeannilla liikkeeseen laskettujen arvopaperien osalta keskeisim-pänä on yhtiön yleiseen tiedonantovelvollisuuteen liittyvä sääntely sekä esitevelvollisuus ja sii-hen liittyvät poikkeukset. Lisäksi osakkeita tarjottaessa yleisölle tulee ottaa huomioon arvopa-perien markkinoinnin sääntely.

# Sisällys

<b>Tiivistelmä.....</b>	<b>ii</b>
<b>Sisällys .....</b>	<b>iii</b>
<b>Lähteet.....</b>	<b>v</b>
<b>Lyhenteet.....</b>	<b>xi</b>
<b>1 Johdanto.....</b>	<b>1</b>
1.1 Tutkielman aihe ja sen ajankohtaisuus .....	1
1.2 Tutkielman tavoite ja rajaukset.....	5
1.3 Tutkimusmetodi ja käytetty lähdeaineisto .....	7
1.4 Tutkielman rakenne .....	10
<b>2 Joukkorahoitus.....</b>	<b>12</b>
2.1 Joukkorahoituksen tausta ja kehitys .....	12
2.1.1 Kuluttajan roolin muutos ja internetin kehitys .....	12
2.1.2 Joukkoistaminen.....	13
2.2 Joukkorahoituksen toimintalogiikka, ominaispiirteet ja määritelmä.....	14
2.3 Joukkorahoituksen päämuodot .....	18
2.4 Joukkorahoitusalueet .....	20
<b>3 Oman pääoman ehtoinen rahoitus yksityisessä osakeyhtiössä .....</b>	<b>23</b>
3.1 Perinteiset rahoitusmarkkinat ja pääomasijoittaminen .....	23
3.2 Osakeyhtiö oman pääoman hankkimisen apuvälineenä .....	24
3.2.1 Viitekehyksenä osakeyhtiö.....	24
3.2.2 Oma pääoma.....	28
3.3 Oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus pääomasijoittamisen välineenä .....	30
<b>4 Oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus ja osakeyhtiön hallinnoimisen järjestäminen .....</b>	<b>34</b>
4.1 Joukkorahoitus ja yhtiön hallinnoimisen järjestämisen haasteet.....	34
4.2 Osakkeenomistajien oikeuksien yhtiöoikeudellinen rajoittaminen .....	35
4.2.1 Osakkeiden tuottamat oikeudet ja osakesarjojen erilaistaminen.....	35
4.2.2 Osakesijoituksen säateleminen ja määräaikaistaminen vaihdannanrajoituslausekkeilla ja hankinta- ja lunastamishdoilla .....	39
4.3 Yhtiön hallinnoimisen sääntely osakassopimuksin .....	43
4.4 Joukkorahoitus ja yhtiön hallinnon järjestämisen keinot .....	46

<b>5</b>	<b>Osakkeiden yleisölle tarjoaminen ja markkinointi oman pääoman ehtoisessa joukkorahoituksessa.....</b>	<b>59</b>
5.1	Arvopaperimarkkinoiden sääntely.....	59
5.2	Arvopaperimarkkinalainsäädäntö Suomessa.....	60
5.2.1	Soveltamisala ja tutkielman kannalta keskeiset määritelmät .....	60
5.2.2	Arvopaperimarkkinoiden periaatteet ja yleinen tiedonantovelvollisuusvaatimus 63	
5.2.3	Esite.....	67
5.2.3.1	Esitevelvollisuus .....	67
5.2.3.2	Poikkeukset velvollisuudesta julkaista esite .....	70
5.2.4	Tiedonanto- ja esitevelvollisuus joukkorahoituksessa .....	73
5.3	Osakkeiden markkinointi kuluttajille .....	79
5.3.1	Kuluttajansuojasääntely arvopaperimarkkinoilla .....	79
5.3.2	Markkinoinnin lainmukaisuuden varmistaminen joukkorahoituksessa .....	85
<b>6</b>	<b>Lopuksi.....</b>	<b>90</b>

## Lähteet

*Aarnio, Aulis:* Mitä lainoppi on? Helsinki 1978.

*Aarnio, Aulis:* Laintulkinnan teoria – Yleisen oikeustieteen oppikirja. Juva 1989.

*Aarnio, Aulis:* Tulkinnan taito – Ajatuksia oikeudesta, oikeustieteestä ja yhteiskunnasta. 2006. Online-teos Sanoma Pro Oy. Saatavilla osoitteessa: <<http://verkkokirjahylly.sanomapro.fi/teos/CACBCXETCF#kohta:1>>. Viitattu 31.3.2014.

*Agrawal, Ajay K. – Catalini, Christian – Goldfarb, Avi:* The Geography of Crowdfunding. 2011. Saatavilla osoitteessa: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1692661](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1692661)>. Viitattu 7.11.2013.

*Aitamurto, Tanja:* The Impact of Crowdfunding on Journalism. Journalism practice, 5:4, 2011, s. 429–445. Saatavilla osoitteessa: <<http://www.scribd.com/doc/89304563/The-Impact-of-Crowdfunding-on-Journalism-Case-Study-of-Spot-Us>>. Viitattu 7.11.2013.

*Aitamurto, Tanja:* Joukkoistaminen demokratiassa: Poliittisen päätöksenteon uusi aika. Selvitys eduskunnan tulevaisuusvaliokunnalle 2012. Saatavilla osoitteessa: <<http://web.eduskunta.fi/dman/Document.phx?documentId=jv11612085515473>>. Viitattu 6.11.2013.

*Belleflamme, Paul – Lambert, Thomas – Schwienbacher, Armin:* Tapping the Right Crowd. 2013. Saatavilla osoitteessa: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1578175](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1578175)>. Viitattu 7.11.2013.

*BOF 2011.* Suomen Pankki, rahapolitiikka- ja tutkimusosasto: Finanssikriisin vaikutuksista Suomen talouteen. BOF Online 1/2011. Saatavilla osoitteessa: <[http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/selvitykset\\_ja\\_raportit/bof\\_online/pages/bof\\_onl\\_01\\_2011.aspx](http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/selvitykset_ja_raportit/bof_online/pages/bof_onl_01_2011.aspx)>. Viitattu 19.11.2013.

*Brabham, Daren C.:* Crowdsourcing as a Model for Problem Solving: An Introduction and Cases. Convergence: The International Journal of Research into New Media Technologies 14:1, 2008, s. 75–90. Saatavilla osoitteessa: <<http://con.sagepub.com/content/14/1/75.full.pdf+html>>. Viitattu 6.11.2013.

*De Buysere, Kristof – Gajda, Oliver – Kleverlaan, Ronald – Marom, Dan:* A framework for European crowdfunding. 2012. Saatavilla osoitteessa: <<http://www.crowdfundingframework.eu/>>. Viitattu 21.11.2013.

*EBAN 2014.* The European Trade Association for Business Angels, Seed funds and other Early Stage Market Players. Statistics Compendium 2014. Saatavilla osoitteessa: <<http://www.eban.org/knowledge-center/>>. Viitattu 28.4.2015.

*ECB 2013.* European Commission: SMEs' Access to Finance survey 2013. Saatavilla osoitteessa: <[http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2013-safe-analytical-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/files/2013-safe-analytical-report_en.pdf)>. Viitattu 6.4.2014.

*ECN 2014.* European Crowdfunding Network: Startup Europe Crowdfunding Network – Final Report. 19.4.2014. Saatavilla osoitteessa: <<http://www.crowdfunding-network.eu/2014/05/startup-europe-crowdfunding-network-final-report/>>. Viitattu 27.4.2015.

*ECSF 2014.* European Commission: Call for applications for participation in a European Commission informal expert group ”European Crowdfunding Stakeholder Forum” (ECSF). 16.4.2014. Saatavilla osoitteessa: <[http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index\\_en.htm#maincontentSec6](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_en.htm#maincontentSec6)>. Viitattu 27.4.2015.

*ESMA 2014.* Investment-based crowdfunding. 18.10.2014. Saatavilla osoitteessa: <<http://www.esma.europa.eu/content/Opinion-Investment-based-crowdfunding>>. Viitattu 27.4.2015.

*European Commission. Consultation document.* Crowdfunding in the EU – Exploring the added value of potential EU action. Brussels 3.10.2013. Saatavilla osoitteessa: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf)>. Viitattu 10.12.2013.

*European Commission. Workshop.* Brussels 3.6.2013. Crowdfunding: Untapping its potential, reducing risks. Saatavilla osoitteessa: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/conferences/2013/0603-crowdfunding-workshop/](http://ec.europa.eu/internal_market/conferences/2013/0603-crowdfunding-workshop/)>. Viitattu 10.12.2013.

*FIBAN.* Finnish business angels network. Saatavilla osoitteessa: <<https://www.fiban.org/bisnesenkeli>>. Viitattu 4.5.2015.

*Finanssivalvonta.fi. Listautumisasianti.* Saatavilla osoitteessa: <<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/Osakkeet/Kaupankaynti/Pages/Default.aspx#UytF29zzRUA>>. Viitattu 14.4.2015.

*Finanssivalvonta.fi. Toimiluvat. Joukkorahoitus.* Saatavilla osoitteessa: <<http://www.finanssivalvonta.fi/FI/TOIMILUVAT/JOUKKORAHOTUS/Pages/Default.aspx>>. Viitattu 21.5.2015.

*Fiva 6/2013.* Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 6/2013. Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto. Saatavilla osoitteessa: <[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskoelma/Uusi/Pages/06\\_2013.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskoelma/Uusi/Pages/06_2013.aspx)>. Viitattu 14.2.2014.

*Fiva 15/2013.* Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 15/2013. Finanssipalvelujen ja -tuotteiden markkinointi. Saatavilla osoitteessa: <[http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskoelma/Uusi/Pages/15\\_2013.aspx](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Maarayskoelma/Uusi/Pages/15_2013.aspx)>. Viitattu 27.4.2015.

*FVCA.* Suomen pääomasijoitusyhdistys ry. Mitä pääomasijoittaminen on? Saatavilla osoitteessa: <<http://www.fvca.fi/yrittajalle>>. Viitattu 4.5.2014.

*HE 8/1977 vp.* Hallituksen esitys Eduskunnalle kuluttajansuojalainsäädännöksi.

*HE 27/ 1977 vp.* Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

*HE 157/1988 vp.* Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

*HE 318/1992 vp.* Hallituksen esitys Eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi.

*HE 360/1992 vp.* Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi kuluttajansuojalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

*HE 175/2002 vp.* Hallituksen esitys Eduskunnalle laiksi Rahoitustarkastuksesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

*HE 109/2005 vp.* Hallituksen esitys Eduskunnalle uudeksi osakeyhtiölainsäädännöksi.

*HE 32/2008 vp.* Ehdotus hallituksen esitykseksi Eduskunnalle laiksi kuluttajansuojalain 2 luvun muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

*HE 32/2012 vp.* Hallituksen esitys Eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.

*HE 94/2013 vp.* Hallituksen esitys vaihtoehtorahastojen hoitajia koskevaksi lainsäädännöksi.

*Helminen, Sakari:* Osakassopimuksen tehtävä. Teoksessa Saarnilehto, Ari (toim.): Osakassopimuksesta. Turku 1995.

*Helminen, Sakari:* Osakeyhtiön yhtiöjärjestys. Hämeenlinna 2006.

*Hintikka, Kari A.:* Johdatus osallistumistalouteen - internetin uusia taloudellisia toimintaympäristöjä. TIEKE Tietoyhteiskunnan kehittämiskeskus ry:n julkaisusarja 32, 2008. Saatavilla osoitteessa: <[http://www.tieke.fi/download/attachments/20218187/julkaisu\\_32.pdf?version=1&modificationDate=1346757088000](http://www.tieke.fi/download/attachments/20218187/julkaisu_32.pdf?version=1&modificationDate=1346757088000)>. Viitattu 6.11.2013.

*Hollow, Matthew:* Crowdfunding and Civic Society in Europe: A Profitable Partnership? 2013. Saatavilla osoitteessa: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2333635](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2333635)>. Viitattu 18.11.2013.

*Hoppu, Kari:* Sijoitustuotteiden markkinoinnin sääntely. Vantaa 2004.

*Howe, Jeff:* Crowdsourcing: A Definition. 2006. Saatavilla osoitteessa: <[http://crowdsourcing.typepad.com/cs/2006/06/crowdsourcing\\_a.html](http://crowdsourcing.typepad.com/cs/2006/06/crowdsourcing_a.html)>. Viitattu 6.11.2013.

*Howe, Jeff – Robinson, Mark:* The Rise of Crowdsourcing. Wired. 14.6.2006. Saatavilla osoitteessa: <<http://www.wired.com/wired/archive/14.06/crowds.html>>. Viitattu 6.11.2013.

*Huovinen, Sakari:* Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Jyväskylä 2004.

*Häyrynen, Janne – Kajala, Ville:* Uusi arvopaperimarkkinalaki. Viro 2013.

*Immonen, Raimo – Nuolimaa, Risto:* Osakeyhtiöoikeuden perusteet. Helsinki 2012.

*Immonen, Raimo – Ossa, Jaakko – Villa, Seppo*: Osakeyhtiön pääoman hallinta. 2014. Online-teos Talentum. Saatavilla osoitteessa: <<http://fokus.talentum.fi/teos/FAB-BIXBTCE#kohta:OSAKE-YHTI%28%28d6%29N%28%2820%29P%28%28c4%29%28%28c4%29OMAN%28%2820%29HALLINTA%28%2820%29>>. Viitattu 14.4.2015.

*Invesdor.com*. Saatavilla osoitteessa: <<https://www.invesdor.com/en/how-it-works#pricing>>. Viitattu 27.4.2015.

*Invesdor.com. Joukkorahoitusprosessi*. Saatavilla osoitteessa: <<https://www.invesdor.com/finland/fi/how-it-works#crowdfunding-process>>. Viitattu 24.5.2014.

*Invesdor.com. Jälkimarkkinat*. Saatavilla osoitteessa: <<https://www.invesdor.com/finland/en/media/news/136>>. Viitattu 17.3.2015.

*Invesdor.com. Kriteerit kohdeyrityksille*. Saatavilla osoitteessa: <<https://www.invesdor.com/finland/fi/how-it-works#target-company-criteria>>. Viitattu 5.5.2015.

*Invesdor.com. Legal note*. Saatavilla osoitteessa: <<https://www.invesdor.com/finland/en/about#legal-note>>. Viitattu 27.4.2015.

*Invesdor.com. Sijoituskohteet*. Saatavilla osoitteessa: <<https://www.invesdor.com/finland/fi/pitches>>. Viitattu 29.4.2015.

*Invesdor.com Yksityinen kierros*. Saatavilla osoitteessa: <<https://www.invesdor.com/finland/fi/how-it-works#round-types>>. Viitattu 10.3.2015.

*Kickstarter.com*. Saatavilla osoitteessa: <<https://www.kickstarter.com/hello?ref=footer>>. Viitattu 27.4.2015.

*Kleemann, Frank – Voß, G. Günter – Rieder, Kerstin*: Un(der)paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies*, 4:1, 2008, s. 5–26. Saatavilla osoitteessa: <<http://www.sti-studies.de/ojs/index.php/sti/article/view/81>>. Viitattu 7.11.2013.

*Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa*: Moderni rahoitus. Helsinki 2012.

*Laakso, Seppo*: Lainopin teoreettiset lähtökohdat. Tampere 2012.

*Lambert, Thomas – Schwienbacher, Armin*: An Empirical Analysis of Crowdfunding. *Crowdsourcing.org*. 2010. Saatavilla osoitteessa: <<http://www.crowdsourcing.org/document/an-empirical-analysis-of-crowdfunding-/2458>>. Viitattu 12.11.2013.

*Lampikoski, Kari*: Kulutuksen ohjaaminen: kuluttajakäyttäytymisen taloudellisista, psykologisista ja sosiaalisista perusteista. Helsinki 1974.

*Lauriala, Jari*: Pääomasijoittaminen. Helsinki 2004.



*Lee, Sang-Heui – DeWester, David – Park, So Ra:* Web 2.0 and opportunities for small businesses. *Service Business* 2:4, 2008, s. 335–345. Saatavilla osoitteessa: <<http://link.springer.com/article/10.1007%2Fs11628-008-0043-5>>. Viitattu 16.4.2015.

*Lévy, Pierre:* *Collective Intelligence: Mankind's Emerging World in Cyberspace.* 1997.

*Massolution CF2013.* The Crowdfunding Industry Report. 2013. Saatavilla osoitteessa: <<http://www.crowdsourcing.org/editorial/2013cf-the-crowdfunding-industry-report/25107>>. Viitattu 9.12.2013.

*Massolution CF2015.* The Crowdfunding Industry Report. 2015. Saatavilla osoitteessa: <<http://www.crowdsourcing.org/editorial/global-crowdfunding-market-to-reach-344b-in-2015-predicts-massolutions-2015cf-industry-report/45376>>. Viitattu 27.4.2015.

*Mollick, Ethan:* The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing* 29:1, 2014, s. 1–16. Saatavilla osoitteessa: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2088298](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2088298)>. Viitattu 8.5.2015.

*Mähönen, Jukka:* Tulo- ja pääoma. Kirjanpidon merkitys osakeyhtiön sääntelyssä. Helsinki 2001.

*Mähönen, Jukka – Säiläkivi, Antti – Villa, Seppo:* Osakeyhtiölaki pienyhtiössä. Helsinki 2007.

*Mähönen, Jukka – Villa, Seppo:* Osakeyhtiö I. Yleiset opit. Porvoo 2006.

*Mähönen, Jukka – Villa, Seppo:* Osakeyhtiö II - pääomarakenne ja rahoitus. 2012. Online-teos Sanoma Pro Oy. Saatavilla osoitteessa: <<http://onlinepalvelu.sanomapro.fi/ProDatabase-Reader.aspx?DBid=12ju314884#ii>>. Viitattu 19.11.2013.

*O'Reilly, Tim:* What is Web 2.0: Design Patterns and Business Models for the Next Generation of Software. 2005. Saatavilla osoitteessa: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1008839](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1008839)>. Viitattu 7.11.2013.

*Ordanini, Andrea:* Crowd Funding: Customers as Investors. *The Wall Street Journal* 23.3.2009. Saatavilla osoitteessa: <<http://online.wsj.com/news/articles/SB123740509983775099>>. Viitattu 8.11.2013.

*Ordanini, Andrea – Miceli, Lucia – Pizzetti, Marta – Parasuraman, A.:* Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management*, 22:4, 2011, s. 443–470. Saatavilla osoitteessa: <<http://www.emeraldinsight.com/journals.htm?articleid=1944376&show=abstract>>. Viitattu 8.11.2013.

*Paloranta, Paula:* Markkinointioikeus käytännössä. Tampere 2008.

*PRH Kaupparekisteri.* Saatavilla osoitteessa: <<http://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/yritystenlkm/lkm.html>>. Viitattu 3.3.2015.

*Pönkä, Ville:* Osakassopimuksen tavoitteet ja voimassaolon hallinta. Helsinki 2008.

*Rudanko, Matti:* Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Jyväskylä 1998.

*Saarnilehto, Ari*: Sitooko osakassopimus sopimusoikeudellisin perustein yhtiötä? Teoksessa *Saarnilehto, Ari (toim.): Osakassopimuksesta*. Turku 1995.

*Saarnilehto, Ari – Annola, Vesa – Hemmo, Mika – Karhu, Juha – Kartio, Leena – Tammi-Salminen, Eva – Tolonen, Juha – Tuomisto, Jarmo – Viljanen, Mika*: Varallisuus oikeus. 2012. Online-teos Talentum Media Oy. Saatavilla osoitteessa. <<http://fokus.talentum.fi/teos/IAIB-CXJTBF#kohta:VARALLISUUSOIKEUS%28%2820%29>>. Viitattu 26.3.2015.

*Salmenkivi, Sami – Nyman, Niko*: Yhteisöllinen media ja muuttuva markkinointi 2.0. Helsinki 2008.

*af Schultén, Gerhard*: Osakeyhtiölain kommentaari 1, luvut 1–8. Jyväskylä 2003.

*Schwienbacher, Armin – Larralde, Benjamin*: Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. 2010. Saatavilla osoitteessa: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1699183](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1699183)>. Viitattu 7.11.2013.

*Siikarla, Pertti J.*: Osakeyhtiölaki ja käytäntö. Jyväskylä 2006.

*TaVL 24/2014 vp.* Valtioneuvoston selvitys komission tiedonannosta Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle Joukkorahoituksen tarjoamien mahdollisuuksien hyödyntäminen Euroopan unionissa.

*Timonen, Pekka*: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Jyväskylä 1997.

*Timonen, Pekka*: Corporate governance: instituutiot ja lainsäädännön merkitys. Helsinki 2000.

*Vahtera, Veikko*: Osakeomistuksen riski ja sääntely. Hämeenlinna 2011.

*Villa, Seppo*: Osakeyhtiölain mukaiset rahoitusvälineet. Jyväskylä 2001.

*VM0124:00/2013.* HE-luonnos. Hallituksen esitys Eduskunnalle joukkorahoituslaiksi sekä laeiksi eräiden muiden lakien muuttamisesta.

*VM 2014.* Valtiovarainministeriön raportti joukkorahoituskyselystä. 13.3.2014. Saatavilla osoitteessa: <[https://www.vm.fi/vm/fi/04\\_julkaisut\\_ja\\_asiakirjat/01\\_julkaisut/07\\_rahoytysmarkkinat/20140313Raport/name.jsp](https://www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/01_julkaisut/07_rahoytysmarkkinat/20140313Raport/name.jsp)>. Viitattu 18.3.2014.

*VM. Joukkorahoituslain yksityiskohtaiset perustelut.* Lakiehdotusten yksityiskohtaiset perustelut. Saatavilla osoitteessa: <<http://vm.fi/documents/10623/1415631/Yksityiskohtaiset+perustelut/f7c09a7c-dbe8-4084-b40f-404a18f52418>>. Viitattu 21.5.2015.

*Wardrop, Robert – Zhang, Bryan – Rau, Raghavendra – Gray, Mia*: Moving Mainstream. The European Alternative Finance Benchmarking Report. 2015. Saatavilla osoitteessa: <<http://www.jbs.cam.ac.uk/index.php?id=6481#.VT9pG2M2u1g>>. Viitattu 28.4.2015.

## Lyhenteet

AML	arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746)
EsiteVMA	valtiovarainministeriön asetus arvopaperimarkkinalain 3–5 luvussa tarkoitetusta esitteestä (20.12.2012/1019)
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (European Securities and Markets Authority)
ETA	Euroopan talousalue
EU	Euroopan unioni
EY	Euroopan yhteisö
Fiva	Finanssivalvonta
FivaL	laki Finanssivalvonnasta (19.12.2008/878)
HE	hallituksen esitys
ICC	Kansainvälinen kauppakamari (International Chamber of Commerce)
KSL	kuluttajansuojalaki (20.1.1978/38)
LKR	laki kaupankäynnistä rahoitusvälineillä (14.12.2012/748)
OYL	osakeyhtiölaki (21.7.2006/624)
MiFID	rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi (Markets in Financial Instruments Directive, 2004/39/EY)
TaVL	talousvaliokunnan lausunto
VAML	vuoden 1989 arvopaperimarkkinalaki (26.5.1989/495)
VM	valtiovarainministeriö
VOYL	vuoden 1978 osakeyhtiölaki (29.9.1978/734)

# 1 Johdanto

## 1.1 Tutkielman aihe ja sen ajankohtaisuus

Liiketoimintaa aloitettaessa yritykselle aiheutuu tavallisesti menoja ennen tulojen realisoitumista. Tämä niin kutsuttu reaali-prosessin viive synnyttää yritykselle rahoitusvajeen, joka sen tulee toimintansa käynnistämiseksi täyttää. Jollei yrityksen omistajilla ole tarvittavia varoja liiketoiminnan rahoittamiseksi, on yrityksen tulorahoituksen puutteessa tavallisesti käännätyvä rahoitusmarkkinoilla toimivien ulkopuolisten sijoittajien puoleen saadakseen rahoitusvajeensa katettua ja liiketoimintansa varsinaisesti käyntiin.<sup>1</sup> Rahoitusmarkkinoiden selvää murrosta on todistettu jo muutaman vuosikymmenen ajan. Kehitykseen on vaikuttanut osaltaan esimerkiksi tieto- ja viestintäteknologian kehitys ja räjähdysmäinen kasvu sekä yleisen varallisuustason nousu. Niin rahoituspalvelujen tarjonta kuin kysyntäkin ovat kokeneet merkittäviä muutoksia muun muassa jatkuvan kansainvälistymisen sekä markkinoiden rakenteellisten muutosten myötä.<sup>2</sup>

Erilaisista yritysrahoitusmahdollisuuksista huolimatta toimintaansa aloittelevien pienten ja keski suurten yritysten voi olla erittäin vaikea houkutella ulkopuolista rahoitusta liiketoimilleen<sup>3</sup>. Riskiteorian mukaisesti epävarmuuden olemassaolo sekä voiton ja tappion mahdollisuus sisältyvät erottamattomasti riskilliseen yritystoimintaan. Pääoman sijoittaminen voittoa tavoittelevaan yritykseen on aina riski, joka sisältää yhtäältä tuoton ja toisaalta tappion sekä sijoitettujen varojen menetyksen mahdollisuuden.<sup>4</sup> Jos potentiaaliset sijoittajat riskiä punnitsemalla pitävät sen tuotto-odotuksia liian alhaisina tai tappion mahdollisuutta kovin suurena, lienee epätodennäköistä, että he lähtevät sijoitushankkeeseen mukaan.

Rahoittajien riskinottohalukkuuteen ja siten rahoitusmarkkinoiden toimintaan ja rahoituksen tarjontaan vaikuttaa aina myös yhteiskunnassa yleisesti vallitseva taloudellinen tilanne. Vuonna 2008 finanssikriisiksi eskaloitunut rahoitusmarkkinoiden häiriötila ja sitä seurannut talouden laskusuhdanne ovat hankaloittaneet huomattavasti yritysten ulkoisen rahoituksen saantia niin kotimaisilla kuin ulkomaisillakin markkinoilla. Epävakaan taloustilanteen myötä etenkin

---

<sup>1</sup> Ks. esim. Mähönen 2001 s. 126–129; Mähönen – Villa 2006, s. 173.

<sup>2</sup> HE 32/2012, s. 49. Ks. myös esim. HE 175/2002, s. 21–22.

<sup>3</sup> Ks. esim. ECB 2013.

<sup>4</sup> Ks. esim. Mähönen – Villa 2012, s. 13–14, 19 ja 24.

kasvu- ja startup-yritysten lainansaanti luottolaitoksilta on vaikeutunut luottolaitosten tiukennettua maksukyky- ja vakavaraisuusvaateitaan. Sijoittajien karttaessa lisääntyneitä luottotappioiden riskiä riskisijoitukset yrityksiin ovat vähentyneet.<sup>5</sup> Kielteisten vaikutustensa lisäksi finanssikriisi ja sen yrityksille aiheuttamat ulkoisen rahoituksen hankintaongelmat ovat kuitenkin myös osaltaan myötävaikuttaneet ratkaisevasti uusien, potentiaalisten liiketoiminnan rahoitusmuotojen yleistymiseen ja kasvuun.

Eräs lähivuosina nopeasti suosiotaan kasvattanut rahoitusmuoto on *joukkorahoitus*<sup>6</sup> (engl. *crowdfunding*). Joukkorahoituksessa rahoituksen hankintaan käytetään hyödyksi internetiä, jonka välityksellä rahoituksen hakijat etsivät taloudellista tukea suurelta yleisöltä joko itsenäisesti tai joukkorahoitukseen erikoistuneiden joukkorahoituspalvelujen (engl. *crowdfunding platform*) avulla. Joukkorahoituksessa sijoitetut yksittäiset summat ovat tyypillisesti suhteellisen pieniä, mutta kun sijoittajia on riittävän suuri määrä, kertyy pienistäkin yksittäisistä summista yhdessä tarvittavan suuri rahoitusvolyymi. Joukkorahoituksen avulla teoriassa kuka tahansa tavoitetusta yleisöstä voi varojaan investoimalla osallistua rahoitukseen.<sup>7</sup> Joukkorahoituksesta voidaan erottaa eri alamuotoja, joissa jokaisessa perusajatuksena on suurelta yleisöltä – joukolta – kerättävä rahoitus, mutta joiden käyttömahdollisuudet sekä toimintalogiikka vaihtelevat keskenään. Joukkorahoitusta on käytetty jo pidempään hyödyksi muun muassa erilaisissa hyväntekeväisyysprojekteissa sekä musiikki- ja elokuvabisneksessä, mutta viime aikoina myös sen tarjoamat mahdollisuudet etenkin kasvu- ja startup-yritysten<sup>8</sup> pääomittamiseen on ymmärretty laajemmin.

Muun muassa internetin kehityksen ja sen käytön yleistymisen myötä sekä finanssikriisin vauhdittamana mielenkiinto joukkorahoitusta kohtaan on selvästi lisääntynyt. Vuonna 2014 joukkorahoitusmarkkinat, kaikki joukkorahoituksen lajit mukaan luettuna, kasvoivat maailmanlaajuisesti arviolta 167 %, 16,2 miljardin Yhdysvaltain dollarin (jäljempänä USD) suuruisiksi, kun esimerkiksi vuonna 2012 kasvua vuodesta 2011 oli 85 %. Euroopan joukkorahoitusmarkkinat kasvoivat vuonna 2014 arviolta 141 % saavuttaen 3,26 miljardia USD:a, kun vuonna 2012 vas-

---

<sup>5</sup> Ks. esim. BOF 2011, s. 7–15.

<sup>6</sup> Käytetään myös termiä *yhteisörahoitus*.

<sup>7</sup> Ks. esim. Belleflamme – Lambert – Schwiendbacher 2013, s. 2 ja 4; Lambert – Schwiendbacher 2010, s. 2 ja 4–5; Mollick 2013 s. 2.

<sup>8</sup> Tässä tutkielmassa *kasvu- ja startup-yritykset* käsitetään uusiksi, aloittaviksi tai kehittyviksi yrityksiksi, joilla on liikeidea, jonka toteuttamiseksi ne tarvitsevat pääomarahoitusta. Nämä yritykset ovat usein innovatiivisia ja omaavat hyvän kasvupotentiaalin, mutta ne voivat olla myös pieniä paikallisen tason toimijoita, jotka eivät välttämättä tavoittele suurta kasvua, vaan ainoastaan apua liiketoiminnan aloittamiseksi.

taavat luvut olivat 65 % ja 945 miljoonaa USD:a. Pohjois-Amerikassa joukkorahoitusmarkkinoiden kasvuluvut olivat vuonna 2014 145 % markkinoiden kasvettua jopa 9,46 miljardin USD:n suuruisiksi. Vuoden 2014 aikana kasvu oli nopeinta Aasian markkinoilla, jotka kasvoivat 320 % 3,4 miljardiin USD:in. Vuonna 2015 joukkorahoitusmarkkinoiden on ennustettu kasvavan maailmanlaajuisesti 34,4 miljardin USD:n suuruisiksi.<sup>9</sup> Suomessa joukkorahoitusmarkkinat ovat vielä vaatimattomat, mutta niiden kasvu näyttää olevan markkinoiden kokoon nähden nopeaa, ja vuonna 2013 Suomen joukkorahoitusmarkkinoiden kokonaisuudessaan on arvioitu olleen noin 18 miljoonaa euroa.<sup>10</sup>

Vaikka joukkorahoituksen yleistyminen on ollut maailmanlaajuisesti nopeaa, on se alana vielä sangen vakiintumaton ja vasta kehittymässä. Joukkorahoituksen saavuttaman huomion ja sen käytön nopean yleistymisen myötä myös huomio joukkorahoitusta koskevaa sääntelyä kohtaan on kasvanut. Euroopan unionin (jäljempänä EU) tasolla joukkorahoituksen alaa ei ole vielä erikseen säännelty, mutta sääntelytarpeen kartoitus on käynnissä. Euroopan komissio on pyrkinyt selvittämään joukkorahoituksen rahoitusmarkkinoille tuomia mahdollisuuksia sekä sen aiheuttamia potentiaalisia riskejä<sup>11</sup> sekä kuinka EU:n toimilla voitaisiin edistää joukkorahoitusta Euroopan laajuisesti<sup>12</sup>. Vuonna 2014 komissio perusti epävirallisen asiantuntijafoorumin, European Crowdfunding Stakeholder Forum:in (ECSF), jonka tarkoituksena on muun muassa avustaa komissiota joukkorahoituskäytäntöjen kehittämisessä sekä edistää tiedonvaihtoa komission, jäsenvaltioiden ja joukkorahoitusalan toimijoiden välillä<sup>13</sup>. Myös Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (European Securities and Markets Authority, jäljempänä ESMA) on kartoittanut joukkorahoitusta koskevan sääntelyn soveltamista sekä sen muutostarpeita<sup>14</sup>. Eräät EU:n jäsenvaltioista ovat jo huomioineet joukkorahoituksen alan kansallisessa sääntelyssään, joka saattaa erota jäsenvaltioiden kesken sisällöllisesti hyvinkin paljon. Suomen lainsäädännössä joukkorahoitusta koskevaa erityistä sääntelyä ei vielä ole, mutta vuoden 2013 lopulla hallitus päätti rakennepoliittisessa ohjelmassaan kartoittaa joukkorahoituksen tilaa, sen kehittämistarpeita sekä tarvetta kansallisen sääntelyn täsmentämiseen<sup>15</sup>, ja keväällä 2015 valtiovarainministeriö (jäljempänä VM) julkaisi joukkorahoitusta koskevan lakiluonnoksen

---

<sup>9</sup> Massolution CF2015; Massolution CF2013.

<sup>10</sup> VM0124:00/2013, s. 7.

<sup>11</sup> Ks. European Commission. Workshop 2013.

<sup>12</sup> Ks. European Commission. Consultation document 2013, s. 2.

<sup>13</sup> Ks. ECSF 2014, s. 1.

<sup>14</sup> Ks. ESMA 2014.

<sup>15</sup> VM 2014, s. 5 ja 7.

(VM0124:00/2013), jonka tarkoituksena on edistää joukkorahoituksen toiminta- ja kasvuedellytyksiä, ja jonka on tarkoitus tulla voimaan mahdollisimman pian, viimeistään 1.1.2016<sup>16</sup>.

*Oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus*<sup>17</sup> (engl. mm. *equity crowdfunding, crowd investing*), tarjoaa ulkopuolista rahoitusta etsiville yrityksille varteenotettavan tavan liiketoiminnan rahoittamiseksi, joko vaihtoehtona perinteisille rahoitusmalleille<sup>18</sup> tai niiden rinnalla hyödynnettäväksi. Vaikka oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus lieneekin joukkorahoituksen alalla vielä toistaiseksi kehittymättömin, nähdään sen omaavan huomattavat edellytykset vakiinnuttaa paikkansa yhtenä merkittävänä yritysrahoitusmuotona<sup>19</sup>. Pelkistettynä oman pääoman ehtoisessa, so. osakepohjaisessa joukkorahoituksessa on kyseessä osakeannilla toteutettu oman pääoman ehtoinen sijoitus, jossa sijoittaja saa sijoittamiensa varojen vastineeksi yhtiön osakkeita tullen siten yhtiön osakkeenomistajaksi. Pääomarahoitusta etsitään yksittäisten suurten pääomasijoittajien sijaan suurelta yleisöltä, jolloin kuka tahansa yksilö, luonnollinen tai oikeushenkilö, saattaa osallistua yrityksen liiketoiminnan rahoittamiseen. Listautumisannista<sup>20</sup> joukkorahoitus poikkeaa muun muassa siinä, että joukkorahoituksen kautta ostetuilla osakkeilla ei tavallisesti käydä kauppaa jälkimarkkinoilla<sup>21</sup>.

Vuosina 2012–2014 oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen markkinat Euroopassa, poisluetuna Iso-Britannian osuus, kasvoivat arviolta 116 % saavuttaen vuonna 2014 82,56 miljoonan euron markkinaosuuden, kun vastaavat luvut olivat vuonna 2013 47,45 miljoonaa euroa ja vuonna 2012 18,4 miljoonaa euroa. Iso-Britannian oman pääoman ehtoiset joukkorahoitusmarkkinat ovat volyymiltaan muuhun Eurooppaan nähden ylivoimaiset, ja niiden on arvioitu olleen vuonna 2014 111 miljoonaa euroa, kun ne vuonna 2013 olivat 37 miljoonan ja vuonna 2012 vain 5 miljoonan euron suuruiset<sup>22</sup>. Vaikka joukkorahoitusmarkkinat ovat vielä vaatimatomat esimerkiksi Euroopan aloittavien yritysten investointimarkkinoihin (European early

---

<sup>16</sup> VM0124:00/2013, s. 4; VM. Joukkorahoituslain yksityiskohtaiset perustelut, s. 24.

<sup>17</sup> Käytetään myös termiä *sijoitusmuotoinen* tai *arvopaperipohjainen joukkorahoitus*. Esimerkiksi VM:n joukkorahoitusta koskevassa lakiluonnoksessa sijoitusmuotoiseen joukkorahoitukseen luetaan sekä osakkeiden että velkakirjojen liikkeeseenlaskun kautta haettava rahoitus. VM0124:00/2013, s. 5. Tässä tutkielmassa käsitellään ainoastaan osakkeita tarjoamalla kerrytettävää oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta.

<sup>18</sup> Perinteisistä rahoitusmalleista lisää luvussa 3.1.

<sup>19</sup> VM 2014, s. 9.

<sup>20</sup> *Listautumisanti* (*initial public offering, IPO*) on yhtiön pörssiin listautuessa järjestettävä osakeanti, jolla yhtiö hankkii lisää pääomaa ja laajentaa omistuspohjaansa. Ks. esim. Finanssivalvonta.fi. Listautumisanti.

<sup>21</sup> VM0124:00/2013, s. 5. Osakkeiden *jälkimarkkinoilla* tarkoitetaan tilannetta, jossa osakkeenmerkitsijä esimerkiksi myy osakkeen edelleen, tavallisesti muille sijoittajille, jolloin oikeussuhde syntyy osakkeen alun perin merkinneen henkilön ja osakkeen ostajan välille. *Ensimmäisillä markkinoilla* taas tarkoitetaan arvopaperin liikkeeseenlaskuvaihetta, jolloin yritykset hankkivat rahoitusta oikeussuhteen syntyessä tällöin yhtiön ja osakkeen merkitsijän välille. Ks. esim. Immonen – Nuolimaa 2012, s. 59; Knüpfer – Puttonen 2012, s. 51 ja 57.

<sup>22</sup> Wardrop – Zhang – Rau – Gray 2015, s. 17–18 ja 37.

stage investment market) kokonaisvolyymiin verrattuna, jonka arvioitiin vuonna 2013 olleen 7,5 miljardin euron suuruinen, pidetään oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen lähivuosien kasvupotentiaalia lupaavana.<sup>23</sup> Suomessa vuonna 2013 yritykset keräsivät yleisöltä pääomaa arviolta noin 2,5 miljoonan euron arvosta<sup>24</sup>.

## **1.2 Tutkielman tavoite ja rajaukset**

Tutkielman aiheeksi on valittu oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus, koska se on uusi ja sangen varteenotettava tapa erilaisten kasvu- ja startup-yritysten pääomarahoitustarpeen kattamiseksi<sup>25</sup>. Esimerkiksi eduskunnan talousvaliokunnan lausunnossa on todettu oman pääoman ehtoisen, eli osakepohjaisen joukkorahoituksen omaavan suurimman potentiaalin rahoitusmarkkinoiden monipuolistamisessa, ja sen kehittämistä on siksi pidetty tarpeellisenä<sup>26</sup>. Vaikka oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus luo alkuvaiheen yrityksille tervetulleita mahdollisuuksia liiketoimien rahoittamiseksi, asettaa se vielä vakiintumattoman luonteensa vuoksi yrityksille myös haasteita liiketoiminnan lainmukaisuuden ja kannattavuuden varmistamiselle. Tutkielman pyrkimyksenä on hahmottaa oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen oikeudellista problematiikkaa liiketaloudellisesta näkökulmasta ja Suomen oikeusjärjestyksen kannalta tarkastelemalla ja tulkitsemalla oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen ideaa ja sisältöä sekä luomalla ymmärrystä sen toimintalogiikasta ja soveltamismahdollisuuksista kasvu- ja startup-yrityksissä.

Tarkastelun alaisena on se oikeudellinen sääntely, jonka mukaisesti yritys voi toteuttaa oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta Suomessa. Koska joukkorahoituksen alaa ei ole Suomessa eikä EU-tasolla vielä erikseen säännelty, sitä koskevat säännökset löytyvät useasta eri lainsäädännöstä. Joukkorahoitusta tulee siten arvioida tapauskohtaisesti ja kaikki tapaukseen mahdollisesti soveltuvat säädökset huomioon ottaen. Tutkielman keskeisenä tavoitteena on tuoda esille ne juridiset seikat, jotka yrityksen tulee etukäteen ottaa huomioon oman pääoman ehtoiseen joukkorahoitukseen ryhtyessään, jotta sen toiminta olisi lainmukaista sekä yrityksen näkökulmasta toteuttamiskelpoista ja kannattavaa.

Rahoitusta haettaessa huomioon otettavien oikeudellisten seikkojen lisäksi tutkielmassa tarkastellaan joukkorahoituksen mahdollisia vaikutuksia liiketoiminnan tulevaisuuteen. Toimintaa

---

<sup>23</sup> EBAN 2014, s. 2.

<sup>24</sup> VM0124:00/2013, s. 7.

<sup>25</sup> Esim. VM:n joukkorahoituskyselyyn vastanneiden organisaatioiden joukossa oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta pidettiin joukkorahoitusmuodoista keskeisimpänä. VM 2014, s. 9.

<sup>26</sup> TaVL 24/2014, s. 4.



aloittaessaan yrityksen on tärkeää valmistella toimintansa sellaiseksi, että se johtaisi myös tulevaisuudessa kannattaviin tuloksiin. Päättäessään hyödyntää joukkorahoitusta yhtiön perustajajäsenten<sup>27</sup> tulisi ottaa huomioon, että joukkorahoitus ja sen kautta muodostuva mahdollisesti hyvinkin laaja osakaspohja saattaa luoda uudenlaisia haasteita yrityksen hallinnolle. Osakeyhtiölain (21.7.2006/624, jäljempänä OYL) mahdollistaman laajan sopimusvapauden avulla yrityksen on mahdollista vaikuttaa varsin pysyvästikin siihen, millaiset pelisäännöt sillä toiminnassaan on ja miten muun muassa taloudelliset ja hallinnolliset oikeudet yhtiössä jakautuvat. Perustajajäsenten tulee jo ennen rahoituskierrosta punnita näitä yhtiön hallinnoimiseen liittyviä kysymyksiä ja niiden vaikutuksia joukkorahoituksen onnistumiseen sekä yrityksen toimintaan rahoituksen jälkeen. Joukkorahoitus on suunniteltava toteutettavaksi siten, että myös yrityksen joukkorahoitusprosessin jälkeinen toiminta on kannattavaa ja tulevaisuuden päämääriä on mahdollisimman pätevästi pyrittävä varmistamaan joukkorahoituksen ehtojen avulla. Tutkielmassa pyritään nostamaan esiin niitä yhtiön hallinnon järjestämisen keinoja, joita joukkorahoitusta hakevan yrityksen perustajajäsenet voivat hyödyntää joukkorahoitukseen ryhtyessään.

Tutkielmassa tarkastelu toteutetaan *rahoitusta hakevan yrityksen* näkökulmasta. Joukkorahoituksen hakijoiksi tutkielmassa on rajattu yritykset, joiden yhtiömuotona on OYL:n 1 luvun 1 §:ssä tarkoitettu *yksityinen osakeyhtiö*, ja havainnointi keskittyy toimintansa alkutaipaleella oleviin *kasvu- ja startup-yrityksiin*, jotka eivät vielä ole vakiinnuttaneet asemaansa markkinoilla ja joille on ominaista, että ne tarvitsevat ulkopuolista pääomarahoitusta rahoitusvajeensa kattamiseksi ja toimintansa aloittamiseksi tai kehittämiseksi. Tarkastelussa ovat sellaiset oman pääoman ehtoiset joukkorahoitustapaukset, joihin sovelletaan Suomen voimassaolevaa lainsäädäntöä.

Tutkielmassa näkökulma on siis rahoituksen hakijan, ei rahoittajan. Vaikka joukkorahoittajana, so. sijoittajana, voi oman pääoman ehtoisessa joukkorahoituksessa toimia niin yksityinen henkilö kuin yritys tai muu yhteisökin, ymmärretään tutkielmassa joukkorahoittaja lähtökohtaisesti luonnolliseksi henkilöksi, joka on oletusarvoisesti kuluttaja. Tarkastelun ulkopuolelle jäävät esimerkiksi oman pääoman ehtoiseen joukkorahoitukseen osallistuville sijoittajille aiheutuvien riskien, velvollisuuksien sekä oikeuksien lähempi käsittely niiltä osin kuin ne eivät ole rahoitusta hakevan yrityksen kannalta olennaisia. Oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen avulla tehty sijoitus on käytännössä normaali riskisijoitus, kuten mikä tahansa muukin oman pääoman

---

<sup>27</sup> *Perustajajäsenellä* tarkoitetaan tässä niitä joukkorahoitusta hakevan yrityksen perustajaosakkeenomistajia, jotka päättävät yhtiön oman pääoman ehtoiseen joukkorahoitukseen ryhtymisestä.

ehtoinen sijoitus, eikä sillä siten ole minkäänlaista onnistumiskatetta tai varmaa tuotto-odotusta. Sijoitusriski on aina sijoittajan itsensä kannettavana. Tutkielmassa ei myöskään käsitellä oman pääoman ehtoisia joukkorahoituspalveluja tarjoavien ja rahoituksen välittäjinä tyypillisesti toimivien oikeudellista vastuuta tai muuta niiden toimintaan liittyvää juridista problematiikkaa. Siltä osin kuin niiden toimintaa osana oman pääoman ehtoista joukkorahoitusprosessia käsitellään, käsittely toteutetaan alustaa käyttävän, joukkorahoitusta hakevan yrityksen näkökulmasta.

Tutkielmassa ei huomioida yrityksen rahoitusstrategiaan lukeutuvia seikkoja, jotka vaikuttavat yrityksen päätökseen hyödyntää oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta, vaan tarkastelussa ovat sellaiset kyseisen päätöksen jälkeiset oikeudelliset seikat, jotka yrityksen tulee ottaa huomioon ryhtyessään rahoittamaan toimintaansa oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen avulla. Tutkielmassa ei kuitenkaan käsitellä tarkemmin niitä seuraamuksia, joita oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen käyttämisestä saattaa seurata, jos sen katsotaan olevan lainvas- taista. Oman pääoman ehtoiseen joukkorahoitukseen mahdollisesti liittyvä vero-, ja immateri- aalioikeudellinen problematiikka jää myös rajauksen ulkopuolelle.

Edellä mainittujen seikkojen pohjalta tutkielman pääasiallinen tutkimuskysymys voidaan muo- toilla seuraavasti: *Mitä oikeudellisia seikkoja rahoitusta hakevan yrityksen on tarpeen huo- mioda kartuttaessaan oman pääoman ehtoista rahoitusta joukkorahoituksen avulla?*

### **1.3 Tutkimusmetodi ja käytetty lähdeaineisto**

Tutkielman metodi on lainopillinen, so. oikeusdogmaattinen, ja tutkielman näkökulma liiketa- loudellinen. Tutkielmassa tarkastellaan voimassaolevan oikeusjärjestyksen<sup>28</sup> muodostavia oi- keudellisia normistoja systematisoimalla ja tulkitsemalla oikeussääntöjä sekä punnitsemalla oi- keusperiaatteita<sup>29</sup>. Keskeisenä tarkoituksena on selvittää, mitkä normit, esimerkiksi mitkä lain- säännökset soveltuvat oman pääoman ehtoiisiin joukkorahoitustilanteisiin ja miten tilanteissa

---

<sup>28</sup> *Oikeusjärjestys* ymmärretään yhteiskunnallisen vallankäytön ilmaukseksi; lainsäätäjän sille uskotun vallan no- jalla antamien sääntöjen monitahoiseksi kokonaisuudeksi. Aarnio 1978, s. 75.

<sup>29</sup> Nopeasti muuttuvan yhteiskunnan paine on synnyttänyt myös niin sanottuja *punnintanormeja*, jotka ovat sillä tavoin avoimia, että niitä voidaan sovellusvaiheessa mukauttaa uusiin, vallitseviin olosuhteisiin. Tällaisia normeja ovat esimerkiksi lain yleislausekkeet, niin sanotut joustavat normit, joiden osalta oikeustosisekasto on jätetty ko- konaan täsmentämättä tai sitä on avattu vain esimerkkiluettelolla. Aarnio 1989, s. 77.

tulee toimia kyseisen säännöksen tulkinnan mukaan<sup>30</sup>. Tarkastelun kohteena on Suomen voimassaoleva oikeus, joka käsittää Suomen kansallisen oikeuden sekä EU-oikeuden, joka EU:n jäsenvaltioita sitovana on osa Suomen kansallista oikeusjärjestelmää<sup>31</sup>.

Koska tutkielman tarkoituksena on perehtyä oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen oikeudellisesta näkökulmasta, on oikeuslähteistä saatavan tiedon tulkinta keskeistä. Kuten Aulis Aarnio asian ilmaisee: ”Tulkinta ei ole *oikeudellista* tulkintaa, jos siinä ei ole käytetty yhtään oikeuslähdetä hyväksi tai jos siinä on sivuutettu kaikki tulkintaa ohjaavat säännöt ja periaatteet.”<sup>32</sup> Oikeuslähde on perustelu, argumentti, jonka nojalla ratkaisu tai oikeustieteellinen kannanotto löydetään tai oikeutetaan oikeudellisena ratkaisuna tai kannanottona. Oikeudelliset ratkaisut ja kannanotot tulee johtaa oikeuslähteiden pohjalta.<sup>33</sup> Tutkielman tärkeimpänä oikeuslähteenä toimii muodollinen, kirjoitettu laki, jota pidetään keskeisimpänä oikeuslähteenä, *par excellence*. Kirjoitettu laki on auktoritatiivinen (”sitä *pitää* seurata”) ja legalisoitu<sup>34</sup> oikeuslähde. Lain käsite kattaa kaiken tasoiset, sekä EU-oikeuden että Suomen kansallisen oikeuden yleisnormit; perustuslain, eduskuntalain sekä sitä alemman asteiset asetukset ja muut viranomaisten antamat oikeussäännöt. Kirjoitetun lain tulkintaa ja oikeudellista argumentointia täydentävät presumptatiivisesti sitovat (”niitä *pääsääntöisesti* tulee seurata”) lainvalmisteluaineistot, joiden merkitystä oikeudellisen argumentoinnin näkökulmasta voidaan pitää keskeisenä, sekä informatiivisena lähteenä toimiva aikaisempi, voimassaolevaa oikeutta koskeva oikeustutkimus ja -kirjallisuus.<sup>35</sup>

Liiketaloudellinen näkökulma tukee lainopillista metodia läpi tutkielman joukkorahoituksen yritykselle ja sen hallinnoimiselle luomia hyötyjä ja haittoja punnittaessa. Tutkielman katsantokanta on yrityselämää, osakeyhtiömuotoa ja sen oman pääoman ehtoista rahoitusta koskevana kauppaoikeudellinen, tarkemmin osakeyhtiöoikeudellinen ja arvopaperimarkkinaoikeudellinen. Perinteisesti yksityiset osakeyhtiöt ovat olleet tavanomaisesti harvaomisteisia eikä niiden osakkeenomistajien välisiä suhteita tai omistajakunnan hallintaa ole sen vuoksi ollut tarpeen tarkastella samassa mielessä kuin julkisten osakeyhtiöiden osalta. Oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta harjoittavalla yrityksellä omistajakunta saattaa kuitenkin olla hyvinkin laaja,

---

<sup>30</sup> Oikeustutkimus hakee tyypillisesti vastauksia kysymyksiin ”minkälaiset säännökset sopivat tilanteeseen y” ja ”miten säännöstä x on tulkittava tilanteessa y”. Timonen 1997, s. 103.

<sup>31</sup> Ks. esim. Laakso 2012, s. 279.

<sup>32</sup> Aarnio 1989, s. 195.

<sup>33</sup> Aarnio 2006, s. 287–289.

<sup>34</sup> Muun muassa perustuslain (11.6.1999/731) 2 §:n 3 mom:ssa todetaan, että julkisen vallankäytön tulee perustua lakiin.

<sup>35</sup> Ks. esim. Laakso 2012, s. 264–269, 273, 302–303 ja 323–324.

mikä luo omat haasteensa yhtiön pelisääntöjen laatimiselle ja määräysvaltasuhteiden hallinnalle.

Pekka Timosen mukaan ”[a]rvopaperimarkkinaoikeuden kohteena ovat arvopaperimarkkinoilla tapahtuvaan sijoitustoimintaan liittyvät oikeudelliset kysymykset.” Määritelmä sisältää sekä arvopaperimarkkinoiden organisatoriset puitteet sekä vaihdantaan liittyvät juridiset kysymykset ja koskee muun muassa vaihdannan kohteita, vaihdantatransaktioita sekä markkinaosapuolia.<sup>36</sup>

<sup>37</sup> Timosen arvopaperimarkkinaoikeuden alan määritelmän nähdään kattavan myös tässä tutkielmassa käsiteltävän yksityisen osakeyhtiön oman pääoman ehtoisella joukkorahoituksella harjoittaman osakkeiden vaihdannan.

Muun muassa arvopaperimarkkinoiden korostuminen yritysten pääoman hankinnassa ja pääomasijoitustoiminnan aktivoituminen ovat vaikuttaneet osakeyhtiöoikeuden sopimusoikeudellisten piirteiden lisääntymiseen 1990-luvulta lähtien<sup>38</sup>. Vuoden 2006 OYL:n uudistamisprosessissa OYL:n sopimuksenvaraisuutta lisättiin ja siten muun muassa osakeyhtiön rahoitusjärjestelmää koskeva sääntely muuttui joustavammaksi. OYL:n dispositiivisen luonteen mahdollistamat sopimusoikeudelliset periaatteet ovat olennainen osa myös tätä tutkielmaa.

Joukkorahoituksen ajankohtaisuudesta, alati laajenevasta suosioista sekä rahoitusmarkkinoita muovaavasta potentiaalista huolimatta kattavaa, vertaisarvioitua akateemista tutkimusta oman pääoman ehtoisesta joukkorahoituksesta on olemassa vielä varsin niukalti<sup>39</sup>. Englanninkielisiä julkaisuja aiheesta on laadittu jonkin verran, pääasiassa Yhdysvalloissa ja Euroopassa, mutta suomalaista akateemista tutkimusta aiheesta ei tähän mennessä juurikaan ole löydettävissä. Käytettävissä olevan lähdeaineiston niukkuuden lisäksi aineiston laatijakuntaa voitaneen nähdä myös jokseenkin suppeana. Lähdeaineistomateriaaliin liittyvistä haasteista huolimatta tutkielmassa pyritään käyttämään mahdollisimman monipuolista ja kattavaa aineistoa parhaan mahdollisen tieteellisen informaation takaamiseksi. Yritysjuridisessa kontekstissa oman pääoman

---

<sup>36</sup> Timonen 1997, s. 180.

<sup>37</sup> Arvopaperimarkkinaoikeus-termin esitteli ensi kertaa Suomessa Matti J. Sillanpää väitöskirjassaan *Julkisesta ostotarjouksesta – Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus* (SLY A-199, Helsinki 1994), jossa hän määritteli arvopaperimarkkinaoikeuden kattavaksi ainoastaan julkisen kaupankäynnin ja vaihdannan kohteeksi hyväksytyjen arvopaperien vaihdannan. Näin ollen Sillanpään määritelmä arvopaperimarkkinaoikeudesta ei kata yksityisten osakeyhtiöiden harjoittamaa arvopaperikauppaa eikä siten tämän tutkielman aihetta.

<sup>38</sup> Mähönen – Villa 2006, s. 151.

<sup>39</sup> Näin myös esim. Schwenbacher – Larralde 2010, s. 5; Lambert – Schwenbacher 2010, s. 6; Mollick 2013, s. 4; Wardrop et al. 2015, s. 9.

ehtoista joukkorahoitusta on tarkasteltu jokseenkin Yhdysvalloissa muun muassa joukkorahoitusta sääntelevän lakiuudistuksen<sup>40</sup> myötä, mutta Suomen toimintaympäristöön soveltuvaa kattavaa yritysjuridista julkaisua aiheesta ei ole vielä löydettävissä.

Suomessa – toisin kuin, esimerkiksi Yhdysvalloissa, Ranskassa, Isossa-Britanniassa, Espanjassa ja Italiassa – ei oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta ole vielä säännelty erityisillä sääntely- tai lainsäädäntötoimilla, vaan vastaukset sen aiheuttamiin oikeudellisiin kysymyksiin ovat löydettävissä useita eri lakeja tulkitsemalla. Keskeisinä lakeina Suomessa oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta hyödyntävän osakeyhtiön toimintaa sääntelevät OYL, arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746, jäljempänä AML) sekä kuluttajansuojalaki (20.1.1978/38, jäljempänä KSL). Muun muassa AML:n oman pääoman ehtoiseen joukkorahoitukseen sovellettava esitevelvollisuutta koskeva sääntely pohjautuu suurelta osin EU-sääntelyyn, joka asettaa rajoitukset osakkeiden kaupankäynnille kaikissa EU- ja ETA-maissa. Myös lakeja täydentävät valtioneuvoston ja VM:n antamat asetukset sekä Suomen kansallisen arvopaperimarkkinaviranomaisen Finanssivalvonnan<sup>41</sup> (jäljempänä Fiva) arvopaperien markkinointia koskevat säännöt ja ohjeistukset toimivat merkittävinä normilähteinä tutkielmassa. Tutkielmassa esitettyä pohdintaa peilataan käytäntöön tarkastelemalla joukkorahoitusalausta *Invesdor Oy:n* (jäljempänä *Invesdor*) kautta oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta hakeneiden ja rahoituksen hankkimisessa onnistuneiden yritysten rahoitushakemuksia.

#### **1.4 Tutkielman rakenne**

Tutkielma rakentuu ensimmäisen luvun johdannon lisäksi viidestä pääluvusta. Varsinaisen tutkielmaosion alussa, luvussa kaksi, tarkastellaan joukkorahoitusta ilmiönä. Pyrkimyksenä on jäsentää ja selittää joukkorahoituksen ideaa havainnoimalla sen syntyä ja kehitystä nykyiseen muotoonsa sekä tarkastelemalla sen taustalla olennaisesti vaikuttavia kehityskulkuja. Tämän jälkeen syvennyttään joukkorahoituksen yleiseen toimintalogiikkaan, sisältöön ja käsitteen muodostumiseen, esitellään lyhyesti joukkorahoituksen eri muodot ja luodaan katsaus joukkorahoitusalojen rooliin oman pääoman ehtoisisessa joukkorahoituksessa. Kolmannessa luvussa luodaan katsaus yritystoiminnan järjestämiseen osakeyhtiömuodon kautta. Luvussa tarkastellaan yritysten pääomarahoituksen tarvetta sekä toiminnan rahoittamismahdollisuuksia, yksityisen osakeyhtiön yhtiömuotoa ja siihen liittyviä yleisiä periaatteita, oman pääoman ehtoista ra-

---

<sup>40</sup> Jump Start Our Business (JOBS) Act.

<sup>41</sup> Vuonna 2009 Rahoitustarkastus ja vakuutusvalvonta yhdistyivät Finanssivalvonnaksi.

hoitusta, osaketta ja osakeantia. Luvun lopuksi havainnoidaan oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen käyttömahdollisuuksia yksityisen osakeyhtiön pääomarahoituksen lähteenä sekä pohditaan sen potentiaalisia hyötyjä ja haittoja pääasiassa yhtiön näkökulmasta.

Luvussa neljä tarkastellaan niitä yhtiöoikeudellisia seikkoja, joita rahoituksen hakijan tulee huomioida oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta hyödyntäessään, jotta yhtiön toiminta olisi tehokasta ja kannattavaa myös tulevaisuudessa. Erilaisia yhtiön hallinnon ja kontrollivallan järjestämiskeinoja etsitään OYL:n säännöksistä sekä yhtiöoikeuden ulkopuolelta, yleisen sopimusoikeudellisten periaatteiden soveltamisalalta. Tarkastelussa keskitytään pohtimaan niitä yhtiön perustajajäsenten työvälineitä, joiden avulla heidän on mahdollista hallita joukkorahoituksen yhtiölle luomia haasteita ja järjestää yhtiössä noudatettavat säännöt jo ennen joukkorahoitusta yhtiön liiketoimintansa tehokasta toteuttamista mahdollisimman hyvin tukeviksi.

Luvussa viisi jäsenellään joukkorahoituksen luomaa problematiikkaa arvopaperimarkkinoiden kannalta, ja luodaan kuvaa niistä oikeudellisista seikoista, jotka rahoituksen hakijan tulee huomioida varmistaakseen toimintansa lainmukaisuus ja joukkorahoitusprosessin kannattavuus. AML:n kannalta oikeudellisia haasteita pohdittaessa tarkastelussa keskeisinä pidetään muun muassa osakkeiden tarjoamiseen liittyviä määräyksiä, joista olennaisimpana esitevelvollisuus ja sitä koskevat poikkeukset, sijoittajien tasavertaisen kohtelun vaatimus ja tietojenanto-velvollisuus sekä totuudenvastaisen ja harhaanjohtavan tiedon antamisen kielto. Lisäksi joukkorahoituksen toteutukseen kiinteästi liittyvää osakkeiden yleisölle markkinointia arvioidaan AML:n säännösten lisäksi KSL:a tulkiten. Lopuksi tutkielman keskeinen anti, tulokset ja näkemykset kootaan yhteen luvussa kuusi.

## 2 Joukkorahoitus

### 2.1 Joukkorahoituksen tausta ja kehitys

#### 2.1.1 Kuluttajan roolin muutos ja internetin kehitys

Yritystoiminnassa kuluttajien rooli on selvästi muuttunut aikojen saatossa pelkästä passiivisesta hyödykkeiden vastaanottajasta yritysten toimintaan aktiivisesti osallistuvaksi tekijäksi. Kuluttajista on tullut yrityksille eräänlaisia lisäarvoa tuottavia yhteistyökumppaneita<sup>42</sup>, jotka antavat oman panoksensa yrityksen kontrolloimiin prosesseihin. Näin yritykset saattavat systemaattisesti niin sanotusti ulkoistaa ennen työntekijöidensä toteuttamia tehtäviä suoraan kuluttajille ja samalla vähentää omia kustannuksiaan. Yritysten ulkopuolisten toimijoiden, kuten kuluttajien hyödyntämisestä liiketoiminnassa onkin tullut monin paikoin osa yritysten strategista suunnittelua.<sup>43</sup>

Yhtenä merkittävänä syynä kuluttajan roolin muutokseen voidaan pitää internetiä. Nykypäivän internet – niin kutsuttu Web 2.0 – on yhteisöllinen kokonaisuus, jossa interaktiivisuus, verkostoituminen ja tiedon avoimuus sekä sen vapaa julkaiseminen ja jakaminen aktiivisten käyttäjien kesken ovat korostuneessa asemassa. Olennaista internetin käytössä ovat erilaiset edulliset tai usein jopa täysin ilmaiset toiminnalliset verkkosovellukset, jotka mahdollistavat edellä mainitun kaltaisen internetin aktiivisen ja vuorovaikutteisen käytön sekä sisällön luomisen internetiin kenen tahansa toimesta. Internet tekee käyttäjiensä välisen vuorovaikutuksen helpoksi. Internetin avoimuus, yhteisöllisyys ja alati kasvava ja helpottuva käyttöpotentiali luo myös yrityksille huomattavia mahdollisuuksia internetin käyttäjien hyödyntämiseen yrityksen liiketoiminnan arvonluomisprosesseissa.<sup>44</sup> Eräs tällainen internetin käyttäjien hyödyntämisen muoto on joukkoistaminen<sup>45</sup> (engl. *crowdsourcing*), jonka alakäsitteeksi myös joukkorahoitus voidaan lukea<sup>46</sup>.

---

<sup>42</sup> ”Arbeitender Kunde“ tai ”working consumer“. Ks. Kleemann – Voß – Rieder 2008, s. 7.

<sup>43</sup> Kleemann et al. 2008, s. 6–9.

<sup>44</sup> Kleemann et al. 2008, s. 6, 10–11; Lee – DeWester – Park 2008, s. 336–344. Katso Web 2.0:sta lisää esim. O'Reilly 2005.

<sup>45</sup> Muita ehdotettuja termejä esim. joukkoistaminen ja talkoistaminen. Hintikka 2008, s. 35.

<sup>46</sup> Esim. Lambert – Schwienbacher 2010, s. 2, 4; Ordanini – Miceli – Pizzetti – Parasuraman 2011, s. 445; Schwienbacher – Larralde 2013, s. 5; Belleflamme et al. 2013, s. 4; Mollick 2013, s. 2.

### 2.1.2 Joukkoistaminen

Termin crowdsourcing – joukkoistaminen – esittelivät ensimmäistä kertaa Jeff Howe ja Mark Robinson vuonna 2006 teknologialehti Wiredin artikkelissaan ”The Rise of Crowdsourcing”. Joukkoistamisessa jokin yrityksen prosessi, joka on perinteisesti toteutettu yrityksen työllistämien henkilöiden toimesta, ”ulkoistetaan” (engl. *outsource*) sellaiselle yrityksen ulkopuoliselle ihmisjoukolle (engl. *crowd*), joka on halukas osallistumaan kyseiseen prosessiin. Tällainen ”osallistumistarjous” välitetään avoimena kutsuna (engl. *open call*), jolloin tavoitettavissa on mahdollisimman suuri joukko potentiaalisia toimijoita.<sup>47</sup> Juuri tämä avoin kutsu tekee olennaisen eron joukkoistamisen ja ulkoistamisen välille: ulkoistamisessa tehtävät osoitetaan tietylle, ennalta valitulle taholle, kun taas joukkoistamalla kuka tahansa avoimen kutsun vastaanottaneista henkilöistä voi osallistua.<sup>48</sup> Joukkoistamisessa yritys välittää siis jonkin ongelman tai tehtävän internetin välityksellä joukolle yksityishenkilöitä, jotka saavat niin halutessaan vapaasti ehdottaa omaa ratkaisuaan kyseiseen tehtävään tai ongelmaan. Tämän jälkeen yritys valitsee ideoista parhaiksi katsomansa, palkitsee niiden keksijät jollakin tavoin ja hyödyntää ideoita sitten omassa liiketoiminnassaan ja omaan lukuunsa.<sup>49</sup>

Joukkoistamisen perusedellytyksenä voidaan pitää internetin kehitystä.<sup>50</sup> Joukkoistamalla yritys voi aktiivisesti hyödyntää asiakkaitaan ja muita internetin käyttäjiä liiketoimintansa eri arvonluomisprosesseissa, muun muassa tiedon keruussa, tuotekehityksessä, laadunvalvonnassa sekä markkinoinnissa – usein vielä jopa täysin ilmaiseksi.<sup>51</sup> Joukkoistamalla yritys voi saada esimerkiksi tuotekehitykseensä uudenlaisia ideoita huomattavasti pienemmillä kustannuksilla kuin omaa henkilökuntaa tai alihankkijoita hyväksikäyttäen.<sup>52</sup> Joukkoistamalla jokin yrityksen prosessi kuluttajille yritys voi saada kustannustehokkaasti ensikäden tietoa siitä, millaisia hyödykkeitä nämä haluavat. Tällöin myös tuotekehityksen riskit vähenevät, kun yritys tietää, mitä tuotteilta kaivataan. Ideoijia voitaneen useasti pitää myös potentiaalisina asiakkaina hyödykkeille, joita he ovat itse olleet suunnittelemassa, jonka lisäksi he saattavat myös eri tavoin markkinoida hyödykettä ja sitä tarjoavaa yritystä eteenpäin.<sup>53</sup> Joukkoistamiseen – ja siten myös joukkorahoitukseen – liitetään usein Lévyin esittelemä joukkoälyn (engl. *collective intelligence*)<sup>54</sup>

---

<sup>47</sup> Howe – Robinson 2006; Howe 2006.

<sup>48</sup> Aitamurto 2011, s. 431.

<sup>49</sup> Brabham 2008, s. 76. Huomionarvoista on erottaa joukkoistamisesta ”open source” -käytäntö, jossa idea kuuluu yrityksen sijaan yhteisölle ja on siten yhteisön yksilöiden hyödynnettävissä. Brabham 2008, s. 81–83.

<sup>50</sup> Kleemann et al. 2008, s. 6–11.

<sup>51</sup> Kleemann et al. 2008, s. 6, 9–11; Schwenbacher – Larralde 2010, s. 5.

<sup>52</sup> Aitamurto 2012, s. 9.

<sup>53</sup> Salmenkivi – Nyman 2008, s. 249–250.

<sup>54</sup> Ks. Lévy 1997, s. 13–19.



käsite, jonka Aitamurto on tiivistänyt internetin kautta saatavilla olevaksi hajautetuksi älyksi ja taidoksi<sup>55</sup>.

## 2.2 Joukkorahoituksen toimintalogiikka, ominaispiirteet ja määritelmä

Kuten edellä on todettu, kuluttajien rooli on laajentunut suurelta osin nopean teknologisen kehityksen ansiosta vastaanottajasta yrityksen liiketoimintaan aktiivisesti osallistuvaksi yhteisöyökumppaniksi, jota yritykset voivat hyödyntää liiketoiminnassaan. Kun joukkoistamisessa suurta yleisöä hyödynnetään lähinnä ideoimiseen ja tiedon keruuseen, on joukkorahoituksessa kuluttajien rooli laajentunut kattamaan lisäksi rahoittajan tehtävät<sup>56</sup>. Joukkorahoituksessa rahoittajayksilön roolia pidetään sekoituksena yrittäjyyttä sekä osallistumista ja toimimista sosiaalisessa verkostossa. Tällöin yksilön rooli hyödykkeen kuluttajana saattaa kaventua tai kadota jopa kokonaan, kun yksilö hyödykkeen oston sijasta päättää riskisijoittaa varojaan hyödykkeen tuottamiseen ja sen myynnin edistämiseen.<sup>57</sup> Liike-elämäkontekstissa joukkorahoitusta voidaan pitää erilaisille yrityksille uudenlaisena vartenotettavana tapana rahoittaa liiketoimintaa.

Joukkorahoituksen konsepti on taloudellisen tuen etsiminen suurelta yleisöltä etukäteen esitellylle hankkeelle, jolloin yksilöt – luonnolliset tai oikeushenkilöt – voivat vapaaehtoisesti osallistua hankkeen toteuttamiseen rahoittamalla sitä. Joukkorahoituksen toimintalogiikka perustuu pienten summien keräämiseen suurelta joukolta yksilöitä, jolloin näistä yksittäisistä rahavirroista yhteensä kertyy tarvittava määrä rahoitusta hankkeen toteuttamiseksi.<sup>58</sup> Joukkorahoituksen toimijaosapuolista *rahoituksen hakija*, esimerkiksi yritys, joka hakee rahoitusta liiketoimintaansa varten, esittelee rahoitusta tarvitsevan idean/hankkeen yleisölle löytääkseen sellaisia potentiaalisia rahoittajia, jotka ovat kiinnostuneet sijoittamaan varojaan esiteltyyn hankkeeseen. *Rahoittajat* ovat joukko yksilöitä, jotka päättävät tukea ideaa/hanketta sijoittamalla siihen varojaan, odottavat saavansa jonkinlaista tuottoa sijoitukselleen ja jotka sijoittaessaan varojaan alistuvat sijoituksen luomalle riskille sijoitettujen varojen menetyksestä.<sup>59</sup>

Joukkorahoitushankkeen onnistuessa rahoituksen hakijat saavat tarvitsemansa rahoituksen ja hankkeeseen sijoittaneet hyötyvät osallistumisestaan jollakin tavoin riippuen paljolti noudatetusta joukkorahoitusmuodosta ja siihen liitetystä ominaisuuksista. Rahoittajien saama hyöty on

---

<sup>55</sup> Aitamurto 2012, s. 5.

<sup>56</sup> Ordanini 2009; Ordanini et al. 2011, s. 444, 450; Lambert – Schwienbacher 2010, s. 2–5.

<sup>57</sup> Ordanini et al. 2011, s. 444.

<sup>58</sup> Lambert – Schwienbacher 2010, s. 2, 4–5; Ordanini et al. 2011, s. 444–446.

<sup>59</sup> Ordanini et al. 2011, s. 444–445.

tavallisesti aineellista ja jopa taloudellista, mutta usein heidän katsotaan saavan osallistumisestaan lisäksi jonkinlaista aineetonta hyötyä, esimerkiksi mielihyvää. Näin ollen intressiensä mukaisesti rahoittajia motivoivat erilaiset kannustimet – niin ulkoiset kuin sisäisetkin. Ulkoisena kannustimena voidaan pitää rahoituksen – esimerkiksi osakesijoituksen – kautta mahdollisesti saavutettavaa taloudellista hyötyä ja sisäisinä kannustimina esimerkiksi silkkaa osallistumisen iloa, mahdollisuutta päästä vaikuttamaan tärkeäksi pitämäänsä asiaan tai mahdollisuutta olla osana uusien innovaatioiden kehittämistä.<sup>60</sup>

Joukkorahoituksessa, kuten joukkoistamisessakin keskeistä on internetin ja sen yhteisöllisten alustojen, kuten esimerkiksi Facebookin ja Twitterin hyödyntäminen. Internetin avulla esimerkiksi elinkeinonharjoittajat voivat hakea ulkopuolista rahoitusapua hankkeisiinsa vaivattomasti suoraan internetin käyttäjäkunnalta: joukkorahoitus mahdollistaa rahoituksen etsimisen suuren yleisön joukosta, kun aikaisemmin elinkeinonharjoittajien mahdollisuudet ulkopuolisen rahoituksen hakuun rajoittuivat suurelta osin perheen ja ystävien tukeen sekä erilaisiin ammattimaisiin sijoittajiin. Tehokasta internetin välityksellä tapahtuvaa yhteisöllistä viestintää voidaankin pitää yhtenä avaintekijänä joukkorahoitusprosessin onnistumisessa.<sup>61</sup>

Kuten Schwienbacher ja Larralde joukkorahoitusta käsittelevässä artikkelissaan huomauttavat, voidaan yksityisten henkilöiden katsoa rahoittavan erilaisia hankkeita usein myös epäsuorasti sijoittamalla varojaan pankkeihin, jotka sitten lainaavat näitä varoja eteenpäin rahoitusta kaipaaville yrityksille. Joukkorahoituksessa kuitenkin kukin yksityinen henkilö pystyy internetin välityksellä sijoittamaan varojaan yrityksiin suoraan, ilman pankkien kaltaisia perinteisiä välittäjiä.<sup>62</sup> Vaikka joukkorahoitukseen ei sisällykään tällaisia perinteisiä pidettäviä sijoittajavälittäjiä, tapahtuu joukkorahoitus käytännössä usein erityisten internetissä toimivien *joukkorahoitus*alustojen avulla. Näiden alustojen tehtävä joukkorahoitusprosessissa on yhtäältä saattaa rahoitusta hakevat toimijat sekä potentiaaliset rahoittajat yhteen ja helpottaa näiden välistä vuorovaikutusta sekä toisaalta sujuvoittaa potentiaalisten rahoittajien välistä kommunikaatiota.<sup>63</sup>

---

<sup>60</sup> Ordanini et al. 2011, s. 444–445, 455–456 ja 461–462 ; Mollick 2013, s. 2–3.

<sup>61</sup> Lambert – Schwienbacher 2010, s. 2, 4–5. Myös Ordanini 2009, s. 444–446; Schwienbacher – Larralde 2010, s. 19–20.

<sup>62</sup> Schwienbacher – Larralde 2010, s. 4.

<sup>63</sup> Hollow 2013, s. 69–73; Ordanini et al. 2011, s. 444–445; Schwienbacher – Larralde 2010, s. 4; Agrawal – Catalini – Goldfarb 2011, s. 3.

Ordaninia, Micelia, Pizzettia ja Parasuranamia mukaillen liike-elämään sovellettavan joukkorahoituksen ominaispiirteinä voitaneen pitää ainakin seuraavia seikkoja:<sup>64</sup>

- yrityksen ulkopuolisten yksilöiden – usein kuluttajien – hyödyntäminen yrityksen liiketoiminnassa
- tuen pääasiallisesti taloudellinen elementti – rahallinen panos ja yleensä myös rahallinen vastatuotto
- rahoittajajoukko – rahoittamiseen osallistuvien yksilöiden verrattain suuri lukumäärä
- suhteellisen pienet yksittäiset rahoitussummat
- rahoittamiseen osallistumisen taustalla vaikuttavat taloudelliset motiivit
- rahoittamiseen sisältyvä riski – rahoitus on riskirahoitusta
- yksilöiden aktiivinen rooli investoijana, osana yrityksen arvонluomisprosessia
- rahoittamiseen osallistuvat henkilöt mahdollistavat yrityksen tarjonnan – usein hankkeen koko toteutuminen riippuu joukkojen osallistumisesta
- rahoittajat voivat olla, mutta eivät välttämättä itse ole rahoittamansa yrityksen tuotteen kuluttajia
- taloudellisen tuen lisäksi rahoittajat luovat yrityksen ympärille verkoston ja interaktiivisuuden myötä osallistuvat myös esimerkiksi yrityksen markkinointiin ja tuotekehitykseen

Kaikki edellä luetellut piirteet eivät välttämättä esiinny kaikissa joukkorahoituksen muodoissa tai ne eivät esiinny täysin ”puhtaina”, mutta oheisten seikkojen voitaneen katsoa määrittelevän joukkorahoituksen yleistä ominaisluonnetta melko kattavasti.

Koska joukkorahoitus nykyisen kaltaisenaan ilmiönä on sangen nuori, on sen käsitteen määritelmäkin vasta muotoutumassa. Käsitelmääritelmissä on kuitenkin havaittavissa selkeitä yhteneväisyyksiä, kuten uuden idean tai hankkeen esitleminen, taloudellisen tuen hakeminen, osallistumiskutsun osoittaminen ”avoimena”, internetin hyödyntäminen, jonkinlainen vastatuotto-odotus annetulle tuelle sekä pienet tai keskisuuret sijoitukset usealta yksilöltä eli joukolta.

Belleflamme, Lambert ja Scwienbacher määrittelevät joukkorahoituksen seuraavasti:<sup>65</sup>

*“Joukkorahoitus sisältää tavallisesti internetissä esitettävän avoimen kutsun taloudellisten resurssien hankkimiseksi, joko lahjoituksen muodossa tai jonkinlaista vastinetta,*

---

<sup>64</sup> Ordanini et al. 2011, s. 446–448.

<sup>65</sup> Belleflamme et al. 2013, s. 8. Suomennos tämän tutkielman laatijan.

*esimerkiksi tulevaa tuotetta tai muuta palkitsemismuotoa vastaan, tiettyä tarkoitusta ajavan hankkeen tukemiseksi.”*

Ordaninin määritelmän mukaan:<sup>66</sup>

*“Joukkorahoitus on hanke, jossa jonkin tahon esittämälle uudelle projektille ryhdytään kerryttämään rahaa keräämällä pieniä tai keskisuuria investointeja useilta eri ihmisiltä (eli joukolta) – – “.*

Mollick poikkeaa määritelmässään hieman edellä mainituista sitomalla joukkorahoituksen täsmällisemmin liike-elämään ja riskin sisältäviin yrityshankkeisiin, jossa hän katsoo joukkorahoituksen vaikutuksen olevan keskeisin, ja suosii siten suppeampaa määritelmää.<sup>67</sup>

*“Joukkorahoitus viittaa elinkeinoa harjoittavien yksilöiden tai ryhmien – kulttuuristen, sosiaalisten sekä voittoa tavoittelevien – pyrkimykseen rahoittaa hankkeitaan ilman tavanomaisia rahoituksen välittäjiä keräämällä verrattain pieniä summia suhteellisen suurelta joukolta yksilöitä, internetiä apunaan käyttäen.”*

Mollickin määritelmässään käyttämää kontekstiliitännäisyyttä pidetään myös tämän tutkielman kannalta tarkoituksenmukaisena ja joukkorahoitus määritellään myös tässä tutkielman katsantokantaa myötäillen. Olennaisina käsitteen määrittelemiseen vaikuttavina seikkoina pidetään siten rahoitusta tarvitsevan hankkeen liiketoiminnallista, taloudelliseen hyötyyn tähtäävää luonnetta ja joukkorahoituksen tarkastelua juuri rahoituksen hakijan perspektiivistä. Joukkorahoituksen osa-alueista tutkielman määritelmä asemoituu oman pääoman ehtoiseen joukkorahoitukseen:

*Oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus on rahoitusmuoto, jossa elinkeinonharjoittajat koettavat avoimella kutsulla, tavallisesti internetin välityksellä houkutella verrattain suurta joukkoa yksilöitä rahoittamaan liiketoimintaansa tai jotakin sen yksittäistä hanketta tarjoten rahoituksen vastineeksi rahoitettavan yhtiön osaketta.*

---

<sup>66</sup> Ordanini 2009. Ks. myös Ordanini et al. 2011, s. 444. Suomennos ja kursivointi tämän tutkielman laatijan.

<sup>67</sup> Mollick 2013, s. 2. Suomennos ja kursivointi tämän tutkielman laatijan.

## 2.3 Joukkorahoituksen päämuodot

Joukkorahoitusta voivat käyttää hyväksi monet keskenään hyvinkin erilaiset tahot taiteilijoista ja artisteista<sup>68</sup> hyväntekeväisyysprojekteihin ja paikallisista liikeideoista<sup>69</sup> maailmanlaajuisiin innovaatioihin<sup>70</sup>. Joukkorahoituksen käyttömahdollisuuksien ja potentiaalisten hyödyntäjien ollessa hyvin moninaiset myös joukkorahoitus itsessään käsittää eri alamutoja. Joukkorahoitusmuodot poikkeavat toisistaan sekä toiminnallisilta että taloudellisilta ominaisuuksiltaan ja vaihtelevat rahoitettavan hankkeen luonteen mukaan.

Joukkorahoitusmuotojen jaottelussa voidaan käyttää esimerkiksi jakoa, joka jaottelee rahoitusmuodot kolmeen osaan investoinnin riski-tuottosuhteen sekä investoijan odottaman tuoton laadun mukaan. Jaottelussa erotellaan (a) aineellista tuottoa tavoittelemattomat ja siten ”riskittömät” lahjoitukset, (b) pienen riski-tuottosuhteen omaavat, jonkinasteista taloudellista hyötyä tavoittelevat sijoitukset sekä (c) riskialttiit pääomasijoitukset, joilla tavoitellaan pääasiassa taloudellisia tuottoja.<sup>71</sup> Kyseiseen jakoon voidaan liittää elementtejä myös toisesta jaottelusta, jossa rahoitustyypit jaetaan lahjoituksiin, passiivisiin sijoituksiin ja aktiivisiin sijoituksiin. Tässä sijoitusmuodot eroavat toisistaan siinä, kuinka aktiivisesti sijoittajia käytetään hyväksi hankkeessa muuten kuin rahoituksen osalta, eli ovatko sijoittajat ainoastaan passiivisia rahoituksen lähteitä, vai nähdäänkö heidät rahoituselementin lisäksi arvokkaina informaationlähteinä, joiden näkemyksiä esimerkiksi hankkeesta ja sen potentiaalisista markkinoista saatetaan hyödyntää ja osallistaa heidät siten myös päätöksentekoon.<sup>72</sup>

Usein jakoa kolmeen on laajennettu vielä hieman, jolloin joukkorahoituksessa katsotaan olevan neljä eri päämuotoa: (d) lahjoitus, (e) palkkioperustainen, mukaan lukien ennakkomyynti, (f) laina sekä (g) oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus<sup>73</sup>. Jälkimmäisessä jaottelussa ensimmäisen jaottelun muoto (c) on jaettu kahtia vieraan pääoman (f) ja oman pääoman (g) suhteen. Juuri kyseisen pääomajaottelun ansiosta neljään muotoon perustuva jaottelu nähdään tutkielman aiheen kannalta tarkoituksenmukaisempana ja joukkorahoitusmuotojen läheisempi tarkastelu suoritetaan kyseiseen jaotteluun perustuen.

---

<sup>68</sup> Esim. Iron Sky -elokuva.

<sup>69</sup> Esim. Panimoravintola Bryggeri Helsinki.

<sup>70</sup> Esim. Jolla, Beddit, Wishbone.

<sup>71</sup> Ordanini et al. 2011, s. 450–451.

<sup>72</sup> Lambert – Schwienbacher 2010, s. 3 ja 9; Schwienbacher – Larralde 2010, s. 7 ja 13.

<sup>73</sup> Näin esim. De Buysere – Gajda – Kleverlaan – Marom 2012, s. 10–11; Mollick 2013, s.3; VM 2014, s. 6.

*Lahjoituspohjaista* joukkorahoitusmuotoa (engl. *donation*) käytetään esimerkiksi erilaisissa humanitaarisissa rahankeruuprojekteissa, eivätkä rahoitukseen osallistuvat lahjoittajat odota saavansa lahjoituksestaan vastineeksi taloudellista tuottoa<sup>74</sup>. Lahjoittajia ei kannusta lahjoituksen tekemiseen aineellinen hyöty, vaan pikemminkin sosiaaliset motiivit. Lahjoittajien motivaation katsotaan siis olevan sisäsyntyistä. Perinteisestä rahankeruusta ”joukkolahjoitus” eroaa siinä, että jälkimmäisessä yksilö rahoittaa jotakin tiettyä projektia, jolloin hän myös saattaa seurata avustamansa projektin etenemistä. Tämän katsotaan osaltaan luovan pitkäkestoisemman suhteen rahoittajan ja rahoituskohteen välille, mikä saattaa myös myötävaikuttaa tulevien rahaluovutusten tekemisen. Erilaiset kansalaisjärjestöt ovat hyödyntäneet joukkorahoituksen lahjoitusmuotoa jo useita vuosia.<sup>75 76</sup>

*Palkkio- tai ennakkomyyntiperustaisessa* joukkorahoituksessa (engl. *reward-based, pre-selling*) rahoittajat saavat jonkinlaisen palkkion hankkeen tukemisesta. Yleensä palkkiot eivät ole taloudellisia ja kustantavat huomattavasti vähemmän suhteessa rahoitussummaan, mutta ovat rahoittajille arvokkaita jollakin toisella tavalla. Rahoittajan nimi voidaan esimerkiksi mainita elokuvan lopputeksteissä tai hän voi päästä tapaamaan rahoittamansa projektin tekijöitä. Palkkioperustaista joukkorahoitusta hyödynnetäänkin tavallisesti erilaisten taiteellisten projektien rahoittamisessa. Ennakkomyynnissä rahoittajat rahoittavat jonkin tuotteen valmistusta tilaamalla sen etukäteen ollen siten samalla hankkeen asiakkaita. Näin tuotteen valmistaja pystyy ennakolta varmistamaan tuotteensa kysynnän, minkä lisäksi tulevien asiakkaiden mielipiteistä saattaa olla hyötyä tuotteen kehityksessä.<sup>77 78</sup>

Joukkorahoituksen *lainamuodossa* (engl. *debt, lending*) lainarahaa haetaan pankkien sijaan joukolta yksilöitä. Lainarahoitusta takaisin maksettaessa sijoittaja saa lainaamalleen pääomalle lisäksi etukäteen sovitun koron. Korollisesta lainasta poikkeuksena on niin sanottu mikrorahoitusmuoto (engl. *microfinance*), jossa pääomaa lainataan ilman korko-odotusta luottoa tarvitseville yksityisille henkilöille tai yrityksille esimerkiksi kehitysmaissa.<sup>79</sup> Vertaislainaa eli peer-to-peer- tai P2P-lainaa ei aina nimenomaisesti katsottane joukkorahoitukseksi, mutta niillä on huomattavasti yhteneväisiä ominaisuuksia. Vertaislainassa lainan antaja ja lainaaja eivät

---

<sup>74</sup> Mollick 2013, s. 3.

<sup>75</sup> De Buysere et al. 2012, s. 10.

<sup>76</sup> Suomessa lahjoitusmuotoista joukkorahoitusta ei saa harjoittaa ilman rahankeräyslain (31.3.2006/255) 5 §:n (16.7.2010/685) mukaista viranomaisen antamaa rahankeräyslupaa.

<sup>77</sup> Mollick 2013, s. 3; De Buysere et al. 2012, s. 10.

<sup>78</sup> Suomessa rahoituksen on oltava vastikkeellista, tai muuten se katsotaan rahankeräykseksi, johon tarvitaan viranomaisten lupa.

<sup>79</sup> Mollick 2013, s. 3; De Buysere et al. 2012, s. 10.

yleensä tunne toisiaan. Lainan antajaa motivoi tavallista korkeampi tuotto-odotus ja lainan saajaa pankkilainaa matalampi korkotaso. Vertaislainat eivät myöskään sisällä pankkilainojen systeemiriskiä. Vertaislainoihin luetaan myös niin kutsuttu peer-to-business- eli P2B-lainat, joka tarjoaa rahoitusta pienille ja keskisuurille yrityksille P2P-lainojen tavoin.<sup>80</sup>

Tässä tutkielmassa keskeisenä tarkasteltavana joukkorahoituksen muotona on *oman pääoman ehtoinen* eli *osakepohjainen* joukkorahoitus, jonka avulla rahoitusta hakeva yritys koettaa kartuttaa omaa pääomaansa houkuttelemalla joukkoa yksilöitä sijoittamaan varojaan yritykseen. Oman pääoman ehtoisessa joukkorahoituksessa on käytännössä kyseessä yksityisen osakeyhtiön toteuttama osakeanti, jossa rahoittajat saavat sijoittamaansa summaa vastaan yhtiön osakkeita. Näin ollen joukkorahoitustilanne ei lähtökohtaisesti eroa juridisessa mielessä tilanteesta, jossa rahoittaja tulisi osakkeenomistajaksi jollakin muulla tavalla toteutetun osakeannin kautta. Joukkorahoittajalla on siten sopimuserusteinen oikeus osakkeiden tuottamiin oikeuksiin, kuten mahdolliseen tuottoon, mutta samalla hän alistuu myös riskille sijoittamiensa varojen menettämisestä.<sup>81</sup> Oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta yksityisen osakeyhtiön rahoituskeinona käsitellään tarkemmin luvussa 3.3.

## 2.4 Joukkorahoituslустat

Käytännössä joukkorahoitusta – tämän tutkielman tapauksessa oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta – harjoitetaan usein siihen erikoistuneiden internetissä toimivien joukkorahoituslустoiden avulla, jotka toimivat ikään kuin kohtaamispaikkana rahoituksen hakijoille ja mahdollisille sijoittajille. Joukkorahoituslустan tarjoamat väylät helpottavat joukkorahoitushankkeen rahoitusprosessia sekä rahoituksen osapuolten välistä kommunikaatiota. Joukkorahoituslустojen välityksellä rahoittajat voivat sijoittaa varojaan suoraan haluamaansa hankkeeseen. Usein joukkorahoituslустat valitsevat etukäteen, mitä hankkeita ne julkaisevat tarkastamalla esimerkiksi rahoituksen hakijan taustan sekä rahoitusta hakevan hankkeen toteuttamiskelpoisuuden.<sup>82</sup>

Joukkorahoituslустan avulla rahoituksen hakijat käynnistävät ”rahoituskampanjan”, jossa he esittelevät rahoitusta tarvitsevan liikeideansa ja määrittävät tavoiteltavan rahoitussumman tai rahoitushaarukan sekä ajanjakson, jonka kuluessa rahoitus on kerättävissä. Rahoituskampanjan aikana rahoituksen hakijan tulee pitää mahdolliset rahoittajat ajan tasalla rahoitusprosessin ete-

---

<sup>80</sup> De Buysere et al. 2012, s. 11.

<sup>81</sup> Ks. esim. De Buysere et al. 2012, s. 11 ja 18.

<sup>82</sup> De Buysere et al. 2012, s. 14.

nemisestä ja markkinoida hankettaan aktiivisesti eri sosiaalisia medioita hyväksikäyttäen. Rahoituskampanjan aikana hankkeeseen sijoitetut varat talletetaan erilliselle tilille, jossa ne pysyvät aina rahoituskampanja-ajan päättymiseen saakka. Jos rahoituskampanja onnistuu eli rahoituksen hakija saa kerättyä tavoitellun rahoitussumman kokonaisuudessaan sille asetetussa määräajassa, siirtyvät rahoitetut varat tililtä rahoituksen hakijalle. Ellei rahoituskampanjalla saada kerättyä asetettua minimitalvoitesummaa sille asetetussa määräajassa, joukkorahoitushanke ei sillä kertaa toteudu ja joukkorahoituslusto palauttaa tilille talletetut rahat takaisin niiden sijoittajille.<sup>83</sup>

Euroopassa erilaisia joukkorahoituslustoja on tällä hetkellä eräiden arvioiden mukaan noin 250 kappaletta<sup>84</sup>. Maailmalla suurin ja tunnetuin joukkorahoituslusto on yhdysvaltalainen vuonna 2009 perustettu *Kickstarter*, joka keskittyy erityisesti luovien projektien rahoitukseen ja jonka kautta noin 8,4 miljoonaa henkilöä on rahoittanut jo noin 83 000 projektia yhteensä noin 1,7 miljardilla USD:lla<sup>85</sup>. Tällä hetkellä Suomessa toimivia joukkorahoituksen palveluja tarjoavia joukkorahoituslustoja ovat *Invesdor*, *Venture Bonsai Oy*, *Vaurus Suomi Oy*, *Pocket Venture*, *Innovestor Oy* ja *FundedByMe AB*. Joukkorahoituslustojen käyttömaksut yrityksille vaihtelevat alustan mukaan. Esimerkiksi *Invesdorilla* listautumismaksu eli joukkorahoitusluston käyttömaksu on tavallisesti 1000 euroa + ALV, mutta tarjouksella palvelun voi saada esimerkiksi 500 eurolla + ALV. Rahoituslusto onnistuessa yritykseltä peritään lisäksi onnistumismaksu, joka on 6 % +ALV kokoon kerätystä summasta.<sup>86</sup>

Joukkorahoituslustoat toimivat siis palveluntarjoajina, jotka helpottavat yritysten ja rahoittajien kohtaamista. Joukkorahoituslustoat tavanomaisesti tarjoavat yritysasiakkailleen myös lakipalveluita, jotka antavat juridista apua ja ohjeistusta joukkorahoitukseen liittyvissä asioissa. Joukkorahoitusprosessin onnistuminen on suurilta osin itse yrityksen vastuulla, vaikka palvelualustaa prosessissa hyödynnettäisiinkin: yritys vastaa tarjoamastaan tuotteesta tai palvelusta ja sen toteuttamisesta, hinnoittelusta, tarjonnasta, mahdollisen kohderyhmän valinnasta, markkinoinnista ja sijoittajien mielenkiinnon herättämisestä. Joukkorahoitusta hakevan yrityksen ja rahoittajan väliset yhtiö- ja sopimusoikeudelliset oikeudet ja velvollisuudet rakentuvat aina suoraan sijoittajan ja yrityksen tai sen osakkeenomistajien välille.<sup>87</sup> Fiva linjasi kesällä 2014 ohjeissaan

---

<sup>83</sup> De Buysere et al. 2012, s. 14.

<sup>84</sup> Ks. esim. ECN 2014, s. 8; Wardrop et al. 2015, s. 13.

<sup>85</sup> *Kickstarter.com*. Luvut 27.4.2015.

<sup>86</sup> *Invesdor.com*. Esimerkkinä mainittu *Invesdorin* tarjous on ollut voimassa 27.4.2015.

<sup>87</sup> Näin esim. *Invesdor.com*. Legal note.



oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta tarjoavien joukkorahoitusalojen toiminnan toimiluvanvaraiseksi sijoituspalveluksi ja vaatii siten joukkorahoitusaloilta sijoituspalvelulain (14.12.2012/747) mukaisen toimiluvan<sup>88</sup>.

Vaikka joukkorahoitusaloat voidaan nähdä hyödyllisenä apuvälineenä joukkorahoitusprosessissa, ei kyseisten alojen käyttö oman pääoman ehtoisessa joukkorahoituksessa ole kuitenkaan millään tavoin välttämätöntä. Rahoitusta hakeva yritys voi myös täysin omatoimisesti käynnistää ”rahoituskampanjan” asettamalla julkisen osakeannin, johon suuri yleisö voi esimerkiksi internetin välityksellä osallistua. Tällöin yrityksen on tärkeä hallita internetin ja sen yhteisöllisten alojen käyttö sekä yrityksensä kohderyhmään vetoava markkinointi, jotta sen osakeanti-kampanja saavuttaisi riittävän määrän yrityksen rahoituksesta kiinnostuneita potentiaalisia sijoittajia. Joukkorahoitusprosessia omatoimisesti harjoittava yritys ei ole sidottu joukkorahoitusalojen asettamiin sääntöihin, ja tällöin esimerkiksi rahoituksen hakuprosessi voidaan katsoa onnistuneeksi, vaikka mahdollisesti asetettua minimitalvoitetta ei rahoituksessa saavutettaisikaan.

---

<sup>88</sup> Ks. lisää esim. Finanssivalvonta.fi. Toimiluvat. Joukkorahoitus.

### 3 Oman pääoman ehtoinen rahoitus yksityisessä osakeyhtiössä

#### 3.1 Perinteiset rahoitusmarkkinat ja pääomasijoittaminen

Rahoitusmarkkinoiden pääasiallisena tehtävänä voidaan pitää varojen ohjaamista talouden ylijäämäisiltä toimijoilta alijäämäisille talouksille. Tämän lisäksi niiden tehtävänä on muun muassa informaation välittäminen, riskin hajauttaminen sekä sijoituskohteiden, esimerkiksi osakkeiden likvidisyyden parantaminen. Rahoitusmarkkinat voidaan jaotella kahtia niin sanottuun *suoraan* rahoitukseen eli *arvopaperimarkkinoihin* sekä erityyppisten, sekä sijoittajille että yrityksille palveluja tarjoavien finanssi-instituutioiden välittämään *välitettyyn* rahoitukseen. Lisäksi rahoitusmarkkinat jaetaan tavallisesti *raha- ja pääomamarkkinoihin*. Rahamarkkinoilta saatava rahoitus tulee yleensä maksaa takaisin vuoden kuluessa kun taas pääomamarkkinoilta haetaan pidempiaikaista rahoitusta. Pääomamarkkinat puolestaan jakautuvat osakemarkkinoihin ja joukkolainamarkkinoihin. *Osakemarkkinoilla* osakeyhtiö hankkii oman pääoman ehtoista rahoitusta myymällä osakkeita sijoittajille usein hyvinkin pitkäksi ajaksi.<sup>89</sup> Rahoitusmarkkinoilla yrityksille niiden pääomatarpeen tyydyttämiseksi tarjottava ulkoinen rahoitus on sijoitusten taloudellisten ominaisuuksien sekä niitä koskevan sääntelyn perusteella jaettavissa kahteen kategoriaan: erilaisten riskirahoittajien investoimaan omaan pääomaan sekä ulkopuolisten lainanantajien, esimerkiksi pankkien sijoittamaan vieraaseen pääomaan.<sup>90</sup> Rahoitusmarkkinoilta, esimerkiksi osakeannein hankittu ulkoinen oma pääoma erotetaan liiketoiminnasta voittona saadusta sisäisestä omasta pääomasta eli tulorahoituksesta<sup>91</sup>.

*Pääomasijoittaminen* käsitetään pääasiassa oman pääoman ehtoisten sijoitusten tekemiseksi – suoraan tai jonkin rahoitusyhtiön välityksellä – sellaisiin kehitys- ja kasvupotentiaalia omaaviin kohdeyrityksiin, joka eivät ole julkisen kaupankäynnin kohteena säännellyllä markkinalla. Pääomasijoitukset ovat tavallisesti määräaikaaisia ja pääomasijoittaja pyrkii irtautumaan omistuksestaan usein ennalta sovitun suunnitelman mukaisesti. Pääomasijoittajan tarkoituksena on saada sijoittamilleen varoilleen riittävä tuotto edistämällä kohdeyrityksen arvonnousua ennen sijoituksesta irtaantumista ja sijoituksen tuoton realisoimista. Rahoituksen lisäksi pääomasijoittaja tuo tavallisesti lisäarvoa kohdeyritykselle myös toimialatuntemuksellaan ja yhteysverkostoillaan sekä muun muassa asiantuntevalla osallistumisella kohdeyrityksen strategiaan ja ope-

<sup>89</sup> Knüpfer – Puttonen 2012, s. 50–57.

<sup>90</sup> Mähönen – Villa 2006, s. 144; Mähönen – Villa 2012, s. 14, 66–69.

<sup>91</sup> Ks. esim. Knüpfer – Puttonen 2012, s. 29.

ratiivisiin järjestelyihin. Pääomasijoittaja myös lisää usein kohdeyrityksen uskottavuutta parantaen samalla muun rahoituksen saantimahdollisuuksia.<sup>92</sup> Lauriala on esittänyt pääomasijoittamiselle kolme ominaistekijää, jotka erottavat sen muista arvopapereihin kohdistuvista sijoitustoimista: (1) pääomasijoittajan aktiivinen osallistuminen kohdeyrityksen järjestelyihin, (2) pääomasijoituksen määräaikaisuus sekä (3) ostettavien arvopapereiden rajoitettu vaihdantamahdollisuus<sup>93</sup>.

Pääomasijoittamisella tarkoitetaan sekä alkuvaiheen kasvu- ja startup-yritysten rahoittamista, josta käytetään myös nimitystä *venture capital -rahoitus (VC-rahoitus)*, että muun muassa erilaisten yritysostojen ja laajennushankkeiden rahoittamiseen sovellettavaa buyout-toimintaa, joka keskittyy jo liiketoimintansa vakiinnuttaneihin, positiivisen kassavirran omaaviin yrityksiin.<sup>94</sup> Suomessa merkittävimpiä pääomasijoittajia ovat lähinnä ammattimaiset pääomarahastot sekä muut institutionaaliset sijoittajat, kuten työeläkevakuutusyhtiöt, mutta myös yksityinen henkilö voi toimia pääomasijoittajana. Tällaista varakasta yksityishenkilöä, jolla on mahdollisuus korkean riskin pääomasijoituksen tekemiseen ja joka sijoittaa pääomaa listaamattomaan potentiaaliseen kasvuyritykseen kutsutaan *bisnesenkeliksi* tai *enkelisijoittajaksi*. Suuri osa institutionaalisista sijoittajista sekä bisnesenkeleistä voivat tehdä sijoituksensa myös suorien pääomasijoitusten sijasta välillisesti pääomarahaston kautta.<sup>95</sup>

## **3.2 Osakeyhtiö oman pääoman hankkimisen apuvälineenä**

### **3.2.1 Viitekehyksenä osakeyhtiö**

Osakeyhtiö on yrityksen taloudellisen ja oikeudellisen organisoinnin muoto ja merkittävä apuväline yrityksen pääoman hankinnassa<sup>96</sup>. Osakeyhtiöön pääomaa sijoittavien tavoitteena on yleensä sijoituksesta saatavan tuoton maksimointi. Yritysrahoitus sisältää yleisen taloustieteen säännön, jonka mukaan riski korreloi tuottoa ja riskin kasvaessa myös sijoituksen tuotto-odotukset kasvavat. Tämä sijoituksen suhde riskiin realisoituu sijoitusten välisessä maksunsaanti-järjestyksessä, jossa osakesijoituksen luonne on viimesijainen mutta residuaalinen. Vieraan pääoman velkojat saavat siten heille kuuluvan maksun aina ennen osakkeenomistajia, jonka

---

<sup>92</sup> Ks. esim. HE 94/2013, s. 59–60; Lauriala 2004, s. 21–22; FVCA.

<sup>93</sup> Lauriala 2004, s. 22–23.

<sup>94</sup> HE 94/2013, s. 60–61.

<sup>95</sup> HE 94/2013, s. 61; FIBAN.

<sup>96</sup> Vrt. termi *yritys*, joka kuvaa liiketoiminnan järjestämistä kustannustehokkaalla tavalla. Ks. esim. Villa 2001, s. 12 ja 14–15. Vaikka yritys ja osakeyhtiö ovatkin erillisiä käsitteitä, käytetään niitä tutkielmassa monin paikoin toistensa synonyymeina.

jälkeen osakkeenomistajille kuuluu residuaaliosuus, eli periaatteessa kaikki se mahdollinen yritystoiminnan tuottama lisäarvo, joka jää jäljelle etusijaisten vaateiden täysimääräisen täytön jälkeen. Tästä johtuen erityisesti osakkeenomistajien intressissä ovat yhtiön tuoton maksimointi yhtiön menestymisen ja varallisuuden kasvun kautta, oman pääoman lisäarvon konkretisoituessa esimerkiksi pääomalle maksettavana tuottona eli osinkona tai osaketta myydessä luovutushintana.<sup>97</sup> Osakkeenomistaja omistaa osakeyhtiön osakkeita<sup>98</sup>, ja osake kuvaa omistajansa osuutta yhtiössä<sup>99</sup>.

Osakeyhtiömuoto on kehittynyt yritystoiminnan rahoittamisen ja yritystoimintaan liittyvän riskin jakamisen tarpeen pohjalta. Osakeyhtiön täydellinen oikeushenkilöllisyys ja osakkeenomistajien rajoitettu vastuu sekä osakeyhtiömuodon organisaatorakenne ja hallinnointijärjestelmä ovat olennaisia komponentteja osakeyhtiömuodon kehityksessä. Vaikka reaali-prosessin viiveen aiheuttama pääomarahoituksen tarve on yritysmuodosta riippumaton, saatetaan osakeyhtiömuodon nähdä mahdollistavan yrityksen tarvitseman rahoituksen järjestämisen erityisen tehokkaasti ja joustavasti. Osakeyhtiön eri intressitahojen tarpeet huomioivaa tehokasta pääomajärjestelmää pidetäänkin yhtenä yrityksen markkina-asemaa vahvistavana tekijänä.<sup>100</sup>

Suomessa osakeyhtiöitä sääntelevä yleislaki on OYL, jonka voidaan nähdä perustuvan laajalti oikeustaloustieteelliseen näkemykseen osakeyhtiöstä. OYL:n sääntely liittyy suurelta osin osakeyhtiön pääomajärjestelmään ja osakeyhtiötä kutsutaan myös *pääomayhtiöksi*. OYL:a sovelletaan kaikkiin Suomen lain mukaan rekisteröityihin osakeyhtiöihin, jollei OYL:ssa tai muussa laissa säädetä toisin. OYL:n 1 luvun 1 §:n 1 mom:ssa on tehty jako *yksityisten* ja *julkisten* osakeyhtiöiden välille. Vähimmäisosakepääoma on OYL 1 luvun 3 §:n mukaan yksityisessä osakeyhtiössä vähintään 2500 € ja julkisessa osakeyhtiössä 80000 €<sup>101</sup>. Vähimmäisosakepääoman lisäksi tärkein ero näiden kahden yhtiömuodon välillä on se, että yksityisen osakeyhtiön arvopapereita ei saa ottaa kaupankäynnin kohteeksi kaupankäynnistä rahoitusvälineillä annetussa laissa (14.12.2012/748, jäljempänä LKR) tarkoitetulle säännellylle markkinalle (14.12.2012/756), eli pörssiin<sup>102</sup>. Yksityinen osakeyhtiö on Suomessa tärkeä liiketoiminnan

<sup>97</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 13–14, 32 ja 36–37; Mähönen – Säiläkivi – Villa 2007, s. 128.

<sup>98</sup> Osakkeenomistajan omistusoikeuden kohteena on siis *osake*, ei osakeyhtiö. Mähönen – Villa 2006, s. 75–76.

<sup>99</sup> af Schultén 2003, s. 133.

<sup>100</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 14 ja 68–69.

<sup>101</sup> Osakeyhtiön syntyy kaupparekisteriin rekisteröimisellä, joten osakeyhtiön perustaminen on aina ilmoitettava kaupparekisteriin. Ennen rekisteröintiä vähimmäispääoman tulee olla maksettuna.

<sup>102</sup> Julkisen osakeyhtiön arvopapereiden ottaminen kaupankäynnin kohteeksi pörssiin on vapaaehtoista.

harjoittamisen muoto ja kaupparekisterin tilastotiedon mukaan 31.12.2014 yksityisiä osakeyhtiöitä oli rekisterissä yhteensä 251 421 lukumäärän ollessa ylivoimaisesti suurin verrattuna muihin yritysmuotoihin<sup>103</sup>.<sup>104</sup>

Periaatteiden asema osakeyhtiöoikeudessa on korostunut ja koko OYL:n voidaan katsoa rakentuvan niihin pohjaten. Kyseiset periaatteet ovat yhtiöoikeudellisesti merkittävien oikeussuhteiden kannalta keskeisiä ja niillä säännellään osakkeenomistajien, velkojien ja yhtiön johdon asemaa ja keskinäisiä suhteita.<sup>105</sup> Osakeyhtiömuodon peruselementteinä voidaan pitää yhtiön täydellistä oikeushenkilöllisyyttä, osakkeenomistajien rajoitettua vastuuta yhtiön veloista, osakkeenomistajille kuuluvaa residuaaliosuutta yhtiön nettovarallisuuteen, erityisen hallintorakenteen avulla toteutettua johdon ja omistuksen erillisyyttä ja osakkeiden lähtökohtaisesti vapaata luovutettavuutta sekä lisäksi osakkeenomistajien, velkojien ja johdon suhteita määritteleviä periaatteita.<sup>106</sup> Osakeyhtiön toiminnan pääasiallisena tarkoituksena pidetään tässä tutkielmassa voiton tuottamista osakkeenomistajille. Käsitys nojaa oikeustaloustieteelliseen päämies-agenttiteoriaan, jonka mukaan osakeyhtiön tarkoituksena on maksimoida osakkeenomistajien sijoituksen tuotto<sup>107</sup>. Voiton tuottamistarkoitus on kirjattu myös OYL:n 1 luvun 5 §:än ja omistajak keskeisyyttä<sup>108</sup> voidaan pitää myös OYL:n keskeisenä piirteenä<sup>109</sup>.

Kenties tärkein OYL:a kuvaava periaate on kuitenkin *tahdonvaltaisuus*. OYL on suurelta osin dispositiivinen, joten sen säännöksistä voidaan lähtökohtaisesti poiketa *yhtiöjärjestyksellä*. OYL:n sääntely jättää runsaasti tilaa sopimusoikeuden yleiselle *sopimusvapauden* periaatteelle, jonka mukaan osapuolilla on vapaus solmia sopimuksia haluamillaan ehdoilla oikeusjärjestyksen rajoittamatta kyseistä vapautta<sup>110</sup>. Vapaan tahdonmuodostuksen vastineena sopimusvapau-

---

<sup>103</sup> Esim. asunto-osakeyhtiö 86 016, kommandiittiyhtiö 34 315, avoin yhtiö 12 221, julkinen osakeyhtiö 223. PRH Kaupparekisteri.

<sup>104</sup> Rajaustensa mukaisesti tutkielmassa käsitellään kaupallista toimintaa harjoittavia yksityisiä osakeyhtiötä ja siten muun muassa julkiset osakeyhtiöt, asunto-osakeyhtiöt ja finanssialalla toimivat osakeyhtiöt sekä muut yhtiömuodot jäävät käsittelyn ulkopuolelle. Termeillä osakeyhtiö ja yhtiö tarkoitetaan tässä tutkielmassa yksityistä osakeyhtiötä.

<sup>105</sup> HE 109/2005, s. 36–37.

<sup>106</sup> Mähönen – Villa 2006, s. 29; Mähönen – Villa 2012, s. 65–66.

<sup>107</sup> Ks. esim. Mähönen – Villa 2006, s. 38.

<sup>108</sup> Ks. omistajak keskeisestä mallista lisää esim. Mähönen – Villa 2006, s. 75–79.

<sup>109</sup> Hallituksen esityksen mukaan yhtiön toiminnan tarkoitus on voiton tuottaminen osakkeenomistajille. Huomiota on kuitenkin syytä kiinnittää siihen, että voiton tuottamista tarkastellaan *pitkällä aikavälillä* huomioiden yhtiön voitontuottamiskyvyn ja arvon lisäämiseen tähtäävien investointien tekeminen. Säännös ei siis velvoita yhtiötä tuottamaan mahdollisimman suurta määrää jakokelpoisia varoja lyhyellä aikavälillä. HE 109/2005, s. 18, 38–39. Osakeyhtiöllä voi myös OYL 1 luvun 5 §:n mukaan olla muukin tarkoitus, jos niin on yhtiöjärjestyksessä sovittu.

<sup>110</sup> Ks. esim. Saarnilehto – Annola – Hemmo – Karhu – Kartio – Tammi-Salminen – Tolonen – Tuomisto – Viljanen 2012, Sopimusvapaus ja sen kehitys.

den periaate tarkoittaa myös, että sopimukset ovat lähtökohtaisesti pidettävä *–pacta sunt servanda*<sup>111</sup>. OYL:n 1 luvun 9 §:n mukaisesti osakkeenomistajat voivat yhtiöjärjestyksessä määrätä yhtiön toiminnasta lain pakottavien säännösten ja hyvän tavan rajoissa. Yhtiöjärjestyksessä määritellään tarkemmin ne säännöt, joita osakkeenomistajien on yhtiössä sitovasti noudatettava.

Muun muassa rahoitusmarkkinoiden jatkuvan kehityksen vuoksi sekä pääoman tehokkaan keräämisen takaamiseksi osakeyhtiöiden pääoman hankintaa ja rahoitusinstrumenttien käyttöä koskeva OYL:n sääntely on laajalti malliluonteista. OYL:a voidaan pitää eräänlaisena vakiosopimuksena, jolloin rahoitusvälineiden taloudellisen sisällön katsotaan yleisesti olevan laajasti sovittavissa yrityksen ja sen sijoittajien kesken. Sopimusvapauden avulla rahoitusinstrumentteja pyritään kehittämään sekä yritystoiminnan että sijoittajien tarpeet mahdollisimman hyvin täyttäviksi.<sup>112</sup> Osakkeenomistajien sopimusvapautta on kuitenkin myös rajoitettu muun muassa velkojien ja vähemmistöosakkeenomistajien suojaa koskevilla indispositiivisilla säännöksillä.

OYL:n 1 luvun 6 §:stä ilmenevän osakeyhtiöoikeudellisen *enemmistöperiaatteen* mukaan valtaa yhtiössä käyttävät osakkeenomistajat, joilla on äänenemmistö ja päätösvalta yhtiökokouksissa päätettävissä asioissa<sup>113</sup>. Enemmistön määräysvalta vähentää vähemmistöosakkeenomistajien vaikutusmahdollisuuksia yhtiön toimintaan ja sitä kautta oman osakkeenomistuksensa tuomiin oikeuksiin<sup>114</sup>. Enemmistövallan asianmukaista käyttämistä turvataan kuitenkin *yhdenvertaisuusperiaatteen* turvin<sup>115</sup>, ja OYL:n 1 luvun 7 §:n mukaan yhtiön johto ei saa tehdä sellaista päätöstä, joka on omiaan tuottamaan esimerkiksi toiselle osakkeenomistajalle epäoikeutettua etua yhtiön tai toisen osakkeenomistajan kustannuksella. Yhtiön johdon tarkoituksena on OYL:n 1 luvun 8 §:n mukaan edistää yhtiön etua. Yhdenvertaisuusperiaatteen tarkoituksena ei ole mitätöidä enemmistövallan käyttöä, vaan ennen kaikkea suojata vähemmistöosakkeenomistajia estämällä enemmistöosakkeenomistajien suosiminen vähemmistön kustannuksella<sup>116</sup>. Periaatteen avulla pyritään takaamaan käyttäytyminen, joka edistää yhtiön, so. yhtiön kaikkien osakkeenomistajien etua.<sup>117</sup>

---

<sup>111</sup> Ks. esim. Immonen – Nuolima 2012, s. 44.

<sup>112</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 14 ja 69; Villa 2001, s. 22 ja 56.

<sup>113</sup> Mähönen – Villa 2006, s. 97.

<sup>114</sup> Ks. Esim. Vahtera 2011, s. 26.

<sup>115</sup> Immonen – Nuolima 2012, s. 9.

<sup>116</sup> HE 109/2005, s. 39.

<sup>117</sup> Mähönen – Villa 2006, s. 96–97.

Ilman OYL:n 1 luvun 2 §:n säännöstä *oikeushenkilöllisyydestä ja osakkeenomistajan rajoitetusta vastuusta* osakeyhtiö olisi mahdoton toteuttaa. Säännöstä voidaan pitää osakeyhtiön olemassaololle välttämättömänä julkisen vallan interventiona osakeyhtiön sidosryhmien välisiin sopimuksiin<sup>118</sup>. Osakeyhtiö on itsenäinen, osakkeenomistajista erillinen oikeushenkilö, jolla on omat oikeudet ja joka vastaa omista velvoitteistaan. Osakkeenomistajat eivät siten OYL:n 1 luvun 2 §:n 2 mom:n mukaisesti vastaa henkilökohtaisesti osakeyhtiön velvoitteista. Kyseinen säännös mahdollistaa yhtäältä yrityksen antamien osakkeiden käyttämisen yrityksen rahoituksen perustana sekä sijoittajien tehokkaan riskinoton ja riskin hallinnan, kun sijoittaja voi hajauttaa riskiään tekemällä sijoituksia useampaan kuin vain yhteen yritykseen. Osakkeenomistajan vastuu rajoittuu tavallisesti osakkeen merkintähinnan suorittamiseen eikä hän siten ole yhtiöoikeudellisessa vastuussa<sup>119</sup> yhtiön velvoitteista sijoittamaansa pääomaa suurempaa määrää. Osakkeenomistajan rajoitettu vastuu mahdollistaa myös yrityksen omistuksen, rahoituksen ja johdon eriytymisen, jolloin sijoitusta voidaan pitää ns. finanssisijoituksena osakkeenomistajan toimiessa käytännössä yksinomaan rahoittajan roolissa. Rajoitetun vastuun periaate mahdollistaa riskillisen yritystoiminnan tehokkaan harjoittamisen ja on keskeinen pääomamarkkinoiden tehokkuustekijä, kun sijoittajat voivat sijoituksiaan hajauttamalla hallita sijoittajariskiään.<sup>120</sup>

Osakkeenomistaja kantaa siis riskin vain sijoittamansa pääoman menettämisestä. Yritysriskin hajauttamiseksi on myös välttämätöntä, että osakkeet ovat *vaihdantakelpoisia*<sup>121</sup>. Yhtiöön tehtyä pääomasijoitusta ja siihen liittyvää riskiä on välineellistetty OYL:n 1 luvun 4 §:ssä, jonka mukaan osakkeita voidaan luovuttaa ja hankkia rajoituksetta ellei yhtiöjärjestyksessä ole määrätty toisin.

### 3.2.2 Oma pääoma

OYL:n osakkeita ja osakepääomaa koskeva sääntely on rakennettu *nimellisarvotonta pääomajärjestelmää* koskevan olettan varaan. Nimellisarvottomaan pääomajärjestelmään siirryttiin vuonna 2006, kun voimassa oleva OYL säädettiin, ja se mahdollistaa vuoden 1978 osakeyhtiölakiin (29.9.1978/734, jäljempänä VOYL) verrattuna monimuotoisemmat tavat sekä kilpailu-

<sup>118</sup> Mähönen – Villa 2006, s. 46; Mähönen et al. 2007, s. 17–18.

<sup>119</sup> Osakkeenomistaja voi kuitenkin olla sopimusoikeudellisessa vastuussa yhtiön sitoumuksista. Ks. Esim. Villa 2001, s. 16.

<sup>120</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 70 ja 73–74. Ks. myös esim. Mähönen 2001, s. 178–179; Mähönen et al. 2007, s. 17–18.

<sup>121</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 20 ja 70.

kykyisemmät ehdot yhtiön pääoman hankinnassa. Suurempi sopimusvapaus ja tahdonvaltaisuus sekä muun muassa yhtiön mahdollisuus muokata osakkeen tuottamia oikeuksia ja velvollisuuksia siten, että yhtiön saama pääoma vastaa mahdollisimman hyvin yhtiön rahoitustarpeita sekä sijoittajien sijoitustarpeita nähtiin kilpailukykyä lisäävänä.<sup>122</sup>

Yksityisessä osakeyhtiössä on oltava vähintään yksi *osake* ja *osakepääomaa* vähintään 2 500 €. Osakkeiden antamisen vastineeksi yhtiö saa *oman pääoman ehtoisia* varoja yrityksen toimintaa varten. Jos yrityksen toiminta on ollut voitokasta, eikä saatua voittoa tarvita yhtiön toiminnan harjoittamiseen, maksaa yhtiö lähtökohtaisesti tuottoa so. osinkoa antamilleen osakkeille eräänlaisena korvauksena yhtiön käyttöön annetusta pääomasta. Tästä on oman pääoman ehtoisuudessa yleistettynä kyse.<sup>123</sup> Tavanomaisesti osakeyhtiöön pääomaa sijoittaneet osakkeenomistajat odottavat saavansa sijoituksilleen tuottoa, jonka suuruus on sidoksissa yhtiön menestykseen ja sen varallisuuden kehitykseen. Kuitenkin, kuten jo aiemmin on todettu, osakesijoituksen maksunsaantiasema on lähtökohtaisesti huonoin niin yhtiön toiminnan aikana kuin yhtiötä purettaessakin, eikä yhtiö siksi voi asettaa osakesijoituksella annetun pääoman takaisinmaksulle eikä osakkeelle maksettavalle tuotolle minkäänlaisia vakuuksia<sup>124</sup>.

OYL:n 9 luvun 1 §:n mukaisesti *osakeannilla* yhtiö voi perustamisensa jälkeen antaa uusia osakkeita tai luovuttaa hallussaan olevia osakkeita maksua vastaan tai maksutta. Yhtiön osakkeiden antaminen merkittäväksi maksua vastaan on tavanomainen oman pääoman keräämiskeino, jonka myötä yhtiö saa käyttöönsä uutta pääomaa antamiaan osakkeita vastaan. Maksullisessa osakeannissa osakkeen merkitsijä saa omistukseensa yhtiön osakkeita sitouduttuaan maksamaan merkitsemistään osakkeista antiehtojen mukaisen merkintähinnan.<sup>125</sup> Osakeanti voidaan toteuttaa osakkeenomistajien aikaisemman omistusosuuden suhteessa, jolloin osakkeenomistajilla on lähtökohtainen etuoikeus, ns. merkintäetuoikeus osakkeisiin, tai *suunnatulla annilla*.

OYL:n 9 luvun 3 §:n 1 mom:n mukaan osakkeenomistajalla on etuoikeus osakeannissa annettaviin osakkeisiin siinä suhteessa kuin hänellä ennestään on yhtiön osakkeita. Jos yhtiössä on erilajisia osakkeita, on etuoikeus OYL:n 9 luvun 3 §:n 2 mom:n mukaan toteutettava osakelajikohtaisesti. Yksityinen osakeyhtiö voi poiketa merkintäetuoikeudesta OYL:n 9 luvun 3 §:n 3

---

<sup>122</sup> HE 109/2005, s. 15–17, 21–22 ja 53–54; Immonen – Ossa – Villa 2014, s. 11.

<sup>123</sup> Immonen et al. 2014, s. 14.

<sup>124</sup> Vakuuksien antaminen muun muassa rikkoisi yhtiön pääoman pysyvyysvaatimusta sekä velkojiensuojaa. Ks. esim. Mähönen – Villa 2012, s. 86–89.

<sup>125</sup> Osakeyhtiöoikeudellisesti on merkityksetöntä, antaako yhtiö osakeannissa uusia vai jo hallussaan olevia omia osakkeita. Esim. Immonen et al. 2014, s. 25–27.



mom:n mukaan yhtiöjärjestykseen kirjatulla määräyksellä tai OYL:n 9 luvun 4 §:n 1 mom:n mukaisesti suunnatulla annilla, joka voidaan toteuttaa esimerkiksi jos omistuksen suhteessa järjestettävällä osakeannilla ei voida hankkia riittävästi pääomaa tai jos poikkeamisella pääoman hankinta voidaan suorittaa selvästi paremmilla ehdoilla<sup>126</sup>. Suunnattu anti voidaan toteuttaa myös kaikille avoimena, jolloin sitä ei osoiteta millekään tietylle, nimetylle taholle, vaan suu-  
relle yleisölle<sup>127</sup>.

OYL:n 8 luvun 1 §:n mukaan yhtiön oma pääoma jakautuu kahteen osaan: *sidottuun* omaan pääomaan ja *vapaaseen* omaan pääomaan.<sup>128</sup> Osakepääoma on yhtiön sidottua omaa pääomaa, ja sen pysyvyyttä suojataan OYL:n 14 luvun 2 §:n velkojien suojaamenettelyä koskevan säännöksen sekä 13 luvun 5 §:n vapaan oman pääoman rahastosta jaettavien varojen määrää koskevan sääntelyn voimin.<sup>129</sup> OYL:n 2 luvun 4 §:n mukaisesti, oletuksena on, että osakkeen merkintähinta merkitään osakepääomaan, mutta perustamissopimuksen, yhtiöjärjestyksen tai osakeantipäätöksen määräyksellä oletuksesta voidaan poiketa ja osakkeen merkintähinta voidaan kirjata joko osittain tai kokonaan *sijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon*, so. *SVOP-rahastoon*.<sup>130</sup> OYL:n 3 luvun 5 §:n 1 mom:n mukaan sitä arvoa, joka osakkeita merkitäessä merkitään osakepääomaan, kutsutaan kirjanpidolliseksi vasta-arvoksi, ja se voi olla eri osakkeilla erisuuruinen. Osake ei siis edusta osuutta osakepääomasta eikä kirjanpidollinen vasta-arvo kuvausta osakkeen tuottamia oikeuksia<sup>131</sup>.

### 3.3 Oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus pääomasijoittamisen välineenä

Kun aiemmin vaihtoehdot oman pääoman kerryttämiseksi rajoituivat lähinnä liiketoiminnan harjoittajan omiin varoihin, läheisten apuun tai ammattimaisiin pääomasijoittajiin, kerätään oman pääoman ehtoisella joukkorahoituksella tarvittavaa pääomaa usealta pienemmältä, usein yritykselle ennestään tuntemattomalta sijoittajalta. Oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus on pääomarahoituksen hankkimista osakeyhtiön toteuttamalla osakeannilla, ja siten siihen sovel-

<sup>126</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 291–295.

<sup>127</sup> af Schultén 2003, s. 274.

<sup>128</sup> OYL:n osakkeita ja osakepääomaa koskeva sääntely on rakennettu *nimellisarvotonta pääomajärjestelmää* koskevan oletettaman varaan. Ks. HE 109/2005, s. 21–22 ja 53–54.

<sup>129</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 86–89; Mähönen et al. 2007, s. 128–129.

<sup>130</sup> OYL:n 8 luvun 2 §:n mukaan ”[s]ijoitetun vapaan oman pääoman rahastoon merkitään se osa osakkeiden merkintähinnasta, jota perustamissopimuksen tai osakeantipäätöksen mukaan ei merkitä osakepääomaan ja jota ei kirjanpitolain mukaan merkitä vieraaseen pääomaan, sekä sellainen muu oman pääoman sijoitus, jota ei merkitä muuhun rahastoon. Rahastoon merkitään myös se määrä, jolla osakepääomaa alennetaan ja jota ei käytetä tappion kattamiseen tai varojen jakamiseen.”

<sup>131</sup> HE 109/2005, s. 22.

letaan yksityistä osakeyhtiötä ja sen antamaa osakeantia koskevaa oikeudellista sääntelyä. Yritys tarjoaa sijoittajille rahoituksen vastineeksi osakkeitaan ja sijoittajista tulee näin yrityksen osakkeenomistajia. Osakkeenomistuksen myötä sijoittajat saavat kaikki ne oikeudet, jotka osattu osake tuottaa. Yritys määrittää osakkeensa hinnan ja sen tuottamat oikeudet etukäteen, jonka jälkeen potentiaaliset sijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä muun muassa sijoituksesta aiheutuvaa riski-tuotto -suhdetta sekä muita päätökseen vaikuttavia seikkoja punnitsemalla. Oman pääoman ehtoisella joukkorahoituksella toteutettavaa osakeantia voitaneen tavallisesti pitää suoraan sijoittajille suunnattuna antina, niin sanottuna yleisöntina.

Oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus voidaan nähdä erityisesti vastauksena sellaisten kasvu- ja startup-yritysten rahoituksentarpeeseen, jotka eivät syystä tai toisesta saa toiminnalleen pankkilainaa tai VC-rahoitusta ja joilla ei ole mahdollisuutta liittyä listautumismarkkinoille. Perinteisten rahoitusmallien rinnalla oman pääoman ehtoinen joukkorahoitusmuoto saattaa olla erittäin arvokas rahoituksen lähde juuri pienille, innovatiivisille yrityksille, ja siten myös merkittävä yrittäjyyden sekä edelleen talouden ja työllisyyden kasvun edistäjä.<sup>132</sup> Joukkorahoituksen hyödyntäminen yritystoiminnassa ei estä muiden, niin sanottujen perinteisten rahoitusmuotojen hyödyntämistä, vaan tavanomaista lienee, että niitä pyritään käyttämään rinnakkain, ja yritys pyrkii hankkimaan pääomaa myös muiden rahoitusmuotojen kautta. Onnistunut joukkorahoituskierrös saattaa kannustaa esimerkiksi perinteisiä pääomasijoittajia liittymään mukaan yritystoiminnan rahoittamiseen, mutta toisaalta myös ammattimaisen pääomasijoittajan osallistuminen rahoitukseen saattaa vaikuttaa myönteisesti piensijoittajien mielipiteeseen yrityksen potentiaalista<sup>133</sup>.

Oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen voidaan nähdä laajentavan pääomasijoittamisen perinteistä määrittelyä. Kuten aiemmin on todettu, tavanomaisesti pääomasijoittamisella tarkoitetaan ammattimaisten pääomasijoittajien tekemiä, kooltaan suuria, määräaikaista sijoituksia, jotka on kohdistettu tavallisesti listaamattomiin, alkuvaiheen tai potentiaalisen kasvun yrityksiin, ja joiden osalta sijoittajan intressissä on sijoituksensa arvonnousun varmistamiseksi osallistua aktiivisesti yhtiön hallinnoimiseen. Joukkorahoitus eroaa tavallisesti perinteisestä pääomasijoittamisesta etenkin yksittäisen sijoituksen koon ja sijoittajan ammattimaisuuden suhteen, mutta myös sijoituksen ennalta sovittu määräaikaisuus sekä joukkorahoittajien osallista-

---

<sup>132</sup> European Commission. Consultation document 2013, s. 7.

<sup>133</sup> Ks. Esim. VM 2014, s. 11.

minen yhtiön hallinnoimiseen voidaan usein nähdä erottavina tekijöinä. Kun perinteisesti pääomasijoituksen tehdessään sijoittajalla on tiedossa, milloin ja millä tavoin sijoitus aikanaan realisoidaan<sup>134</sup>, joukkorahoituksessa sijoitukset tavallisesti tehtäneen määräämättömäksi ajaksi. Joukkorahoituksessa myös sijoittajien osallistaminen aktiivisesti yhtiön toimintaan samalla tavoin kuin perinteisesti pääomasijoituksessa, lienee yhtiön kannalta sangen haastavaa sijoittajien suuren lukumäärän vuoksi.

Oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen avulla oman pääoman rahoitus kerätään usealta pienemmältä sijoittajalta muutaman suuren sijoittajan sijaan. Kun perinteisten pääomasijoittajien tekemien sijoitusten koko on tavallisesti esimerkiksi 100 000 eurosta ylöspäin<sup>135</sup>, voi joukkorahoituksen kautta osakeosuuden yhtiöstä saada jo esimerkiksi 500 eurolla. Kun jo suhteellisen pieni summa riittää rahoituspanokseksi, on aiempaa suuremmalla joukolla yksilöitä mahdollisuus osallistua yritysten rahoittamiseen. Joukkorahoituksen kautta sijoitettavien yksittäisten summien ollessa suhteellisen pieniä myös sijoituksesta yksittäiselle rahoittajalle koituva riski on pienempi, kun riski rajoittuu ainoastaan sijoitetun summan menettämisen mahdollisuuteen. Tällöin myös kynnys sijoituksen tekemiseen lienee verrattain matala. Pieni sijoituspanos ja sitä korreloiva riski sekä tavallisesti internetissä tapahtuvan pääoman sijoittamisen helppous mahdollistavat yhä useamman luonnollisen henkilön – eli lähtökohtaisesti kuluttajan – suoran osallistumisen yritystoiminnan tukemiseen.

Toisaalta joukkorahoitusta voidaan pitää myös erityisen riskialttiina sijoittajansuojan kannalta. Joukkorahoituksessa sijoituksen kohteena ovat tavallisesti pienten kasvu- tai startup-yritysten listaamattomat osakkeet, ja kyseisten yritysten epäonnistumisriski ja sitä myötä riski sijoitetun varojen menettämisestä on tavanomaisesti suuri. Joukkosijoittajat eivät välttämättä ymmärrä kaikkia sijoitustoiminnan riskejä tai riskien arviointi saattaa olla vaikeaa, jos sijoitus päätöksen tueksi ei ole tarjolla riittävää ja oikeanlaista tietoa yrityksestä ja sen arvosta. Myös listaamattomien yritysten osakkeiden jälkimarkkinoiden puute lisää sijoituksen riskiä, kun osakkeiden likvidisyys on yleisesti huono eikä sijoittajan ole mahdollista tehokkaasti käydä kauppaa osakkeillaan.<sup>136</sup>

---

<sup>134</sup> Lauriala 2004, s. 199.

<sup>135</sup> Ks. esim. HE 94/2013, s. 59; FVCA.

<sup>136</sup> ESMA 2014, s. 4; VM 2014, s. 17. Joukkorahoitusmarkkinoiden toimijat ovat kehittämässä joukkorahoituksen jälkimarkkinoita, ja Suomessa esimerkiksi joukkorahoituspalvelu Invesdor ja Privanet-pankkiiriliike ovat yhteistyöllään luoneet joukkorahoituksen jälkimarkkinapaikan, jossa Privanetin Invesdor-listalla noteerattujen yhtiöiden osakkeilla on mahdollista käydä kauppaa. Invesdor.com. Jälkimarkkinat.

Oman pääoman ehtoiseen joukkorahoitukseen osallistumiseen rahoittajia motivoi luonnollisesti taloudellisen hyödyn tavoittelu. Tämän lisäksi voidaan kuitenkin nähdä, että myös ei-taloudelliset kannustimet ovat tärkeässä osassa rahoituspäätöksiä tehtäessä. Osaa rahoittajista motivoi suurelta osin henkilökohtaiset kiinnostuksen kohteet ja esimerkiksi asiantuntijuus yrityksen alaa tai hanketta kohtaan, jolloin päätös projektin rahoittamiseksi syntyy oman mielenkiinnon pohjalta, mahdollisesti saavutettavan taloudellisen hyödyn ollessa toissijaista. VM:n teettämän kyselyn mukaan joukkosijoittajien sijoituspäätöksenteon vaikuttimet ovat samankaltaiset kuin tavanomaisen sijoituksen: hyvä idea ja tuote, yrityksen taustahenkilöiden pätevyys, yritystä koskevan tiedon laatu, luotettavuus ja määrä sekä riittävät tuotto-odotukset. Osa vastaajista korosti taloudellisia motiiveja kun taas osa painotti esimerkiksi toiminnan eettisyyttä tai mukana olemisen merkitystä yli taloudellisten faktoreiden. Oman pääoman ehtoiseen joukkorahoitukseen osallistumista voidaan pitää tunneperäisenä yhdistelmänä taloudellisen sekä sosiaalisen hyödyn tavoittelua.<sup>137</sup> Voitaneen jopa todeta, että joukkorahoitus ei yleisesti edes sovellu vain pelkän tuoton tavoitteluun<sup>138</sup>.

Rahoitusta hakevalle yritykselle oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen voidaan nähdä tarjoavan — saavutetun pääoman lisäksi — myös muunlaista lisähyötyä. Saavutetun rahoituksen ohella sijoittajista muodostuu usein rahoitetun yrityksen ja sen tuotteen tai palvelun ympärille verkostoitunut yhteisö, joka uskoo yritykseen ja haluaa sen menestyvän. Yritys saattaa pääoman keruun lisäksi hyödyntää sijoittajajoukkoa ja sen tietotaitoa esimerkiksi yrityksen markkinoinnissa, lisäjulkisuuden ja laajemman yleisön huomion saavuttamisessa sekä tuotteen tai palvelun tai yritystoimintojen kehittämisessä. Tämä lisäksi yritys saattaa joukkorahoituksen kautta saavuttaa arvokasta informaatiota yrityksen mahdollisesta markkinapotentiaalista. Sijoittajajoukon mahdollisesti omaavasta asiantuntijuudesta voi myös olla hyötyä yritykselle. Mikään ei kuitenkaan takaa sitä, että joukosta löytyy juuri yritystä tai sen markkinoita koskevaa asiantuntijuutta, joten onkin tärkeää, että yrityksen taito ja osaaminen ovat korkealla tasolla jo alkujaan. Myös internetin ja sen yhteisöllisten alustojen tehokas käyttö ja sujuva viestintä ovat avaintekijöitä onnistuneessa joukkorahoitusprosessissa.<sup>139</sup>

---

<sup>137</sup> VM 2014, s. 11; De Buyser et al. 2012, s. 11 ja 18–19.

<sup>138</sup> VM0124:00/2013, s. 48.

<sup>139</sup> Lambert – Schwienbacher 2010, s. 9 ja 12; Ordanini et al. 2011, s. 446–448; Schwienbacher – Larralde 2010, s. 19–20.

## **4 Oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus ja osakeyhtiön hallinnoimisen järjestäminen**

### **4.1 Joukkorahoitus ja yhtiön hallinnoimisen järjestämisen haasteet**

Joukkorahoituksen yritysrahoituspotentiaalista huolimatta, sen käyttö saattaa aiheuttaa yhtiölle ja sen hallinnoimiselle myös uudenlaisia haasteita, joihin rahoituksen hakemisesta päättävien perustajajäsenten tulisi varautua hyvissä ajoin ennen osakeannin järjestämistä. Joukkorahoituksen kautta yhtiölle saattaa tulla kymmeniä, jopa satoja uusia osakkeenomistajia, jolloin yhtiölle muodostuu sangen laaja ja mahdollisesti maantieteellisesti hyvinkin hajautunut omistajarakenne. Perustajajäsenten tulisikin ennen joukkorahoitukseen ryhtymistä miettiä tarkoin, missä määrin he haluavat joukkosijoittajien esiintyvän yhtiön toiminnassa: osallistetaanko sijoittajat aktiivisesti mukaan yrityksen toimintaan ja hallinnointiin vai halutaanko sijoittajat mukaan vain passiivisina rahoittajina, ja millä tavoin eri vaihtoehdot vaikuttaisivat yhtiön hallinnon ja liiketoiminnan järjestämiseen?

Hajautunut määräysvalta yhtiössä saattaa osoittautua tehottomaksi yhtiön päätöksenteon kannalta ja aiheuttaa esimerkiksi ongelmia tulevaisuudessa mahdollisesti aiheellisten uusien rahoituskierrosten, yritysjärjestelyjen tai yritysmyyntin (tehokkaalle) toteuttamiselle. Huomioon on myös otettava osakkeiden vapaan luovutettavuuden aiheuttamat riskit ja sen myötä mahdollisesti aiheutuvat vallanjakorakenteen säilyttämisen haasteet. Jos yrityksen perustajajäsenten intressissä on esimerkiksi säilyttää jo olemassa oleva vallanjakorakenne, jossa valta keskittyy perustajaosakkeenomistajille, ja eriyttää siten yhtiön kontrolli ja joukkosijoittajien omistus, on yhtiön strategiaa tukevat yhtiön toiminnan pelisäännöt luotava tehokkaasti jo etukäteen ennen joukkorahoituskierroksen järjestämistä. Osakkeiden tuomia oikeuksia ja osakkeiden vaihdannan vapautta rajoittamalla yhtiön perustajaosakkeenomistajat saattavat kontrolloida yrityksen liiketoiminnallisten päätösten tekoa.

Laajan osakkeenomistajapohjan omaavissa yhtiöissä määräysvallan keskittämistä pidetään välttämättömänä edellytyksenä yhtiön tehokkaalle toiminnalle. Osakeyhtiöoikeuden mahdollistaman sopimusvapauden rajoissa on löydettävissä erilaisia keinoja, joilla perustajaosakkeenomistajat saattavat kontrolloida laajan osakaspohjan aiheuttamia haasteita sekä varmistaa vallan ja omistuksen haluttu suhde eri osakkeenomistajien kesken. Yhtiönkontrollin keskittäminen

on mahdollista toteuttaa sekä yhtiöjärjestystasolla että siitä erikseen sopimalla.<sup>140</sup> Yhtiöjärjestyksellä on tärkeä rooli osakeyhtiön hallinnon järjestämisen välineenä ja sen avulla pystytään sopimaan yhtiön asioista varsin pysyvästi sekä myös tulevia osakkeenomistajia sitovasti. Yhtiöjärjestykseen otetuilla määräyksillä osakkeiden omistajilleen tuomia oikeuksia, esimerkiksi äänioikeutta, voidaan erilajistaa, osakkeiden vapaata luovutettavuutta voidaan rajoittaa vaihdannanrajoituslausekkein ja osakesijoituksesta voidaan tehdä määräaikainen takaisinhankinta ja lunastusehdoin. Myös osakkeenomistajien väliset, yhtiöjärjestystä joustavammat sopimukset ovat mahdollisia välineitä yhtiön hallinnoimisen järjestämisessä. Osapuoliaan sopimusoikeudellisesti sitovin mutta yhtiöoikeudellisesti sitomattomin osakassopimuksin osakkeenomistajat tavallisesti sopivat keskenään, etteivät he luovuta omistamiaan osakkeita muulla tavoin kuin mitä sopimuksessa on sovittu<sup>141</sup>, mutta sopimuksessa voidaan sopia myös monista muista asioista.

## **4.2 Osakkeenomistajien oikeuksien yhtiöoikeudellinen rajoittaminen**

### **4.2.1 Osakkeiden tuottamat oikeudet ja osakesarjojen erilajistaminen**

Niin sanottu perusmuotoinen osake on osuus osakeyhtiössä ja se tuottaa omistajalleen *OYL:ssä säädettyjä* sekä *yhtiöjärjestyksessä määriteltäviä oikeuksia* (ja velvollisuuksia). Osake tuo omistajalleen täydellisen yksinoikeuden sekä vapaan määräysvallan osakkeen tuottamiin oikeuksiin (ja velvollisuuksiin). Oikeuksista ehkä keskeisimpänä voidaan pitää osakkeenomistajan oikeutta saada yhtiön varoja jaettaessa OYL:ssä tai yhtiöjärjestyksessä määrätty osuutensa varoista. Varallisuusoikeuksien lisäksi osake tuo omistajalleen myös kontrollioikeudet yhtiöön, muun muassa äänioikeuden yhtiökokouksessa, tiedonsaanti- ja kyselyoikeuden sekä oikeuden moittia yhtiössä tehtyjä päätöksiä.<sup>142</sup> Osakkeiden omistajalleen tuottamat oikeudet (ja velvollisuudet) sekä niihin liittyvät riskit muodostavat osakkeenomistajalle niin kutsutun riskiposition, joka vaikuttaa siihen, millaiseksi sijoittajaehdokas arvioi sijoituskohteen ja päättääkö hän ryhtyä yhtiön osakkeenomistajaksi<sup>143</sup>.

Lähtökohtaisesti, OYL:n 3 luvun 1 §:n 1 mom:n mukaan, kaikki osakkeet tuottavat yhtiössä yhtäläiset oikeudet. Kuitenkin OYL:n 1 luvun 9 §:n osakkeenomistajien tahdonvaltaisuuden

---

<sup>140</sup> Ks. esim. Ponkä 2008, s. 117.

<sup>141</sup> Ks. esim. Mähönen – Villa 2012, s. 201–202.

<sup>142</sup> Mähönen – Villa 2006, s. 219–223; Mähönen et al. 2007, s. 43–45.

<sup>143</sup> Vahtera 2011, s. 25–26.

periaatteen mukaisesti yhtiöjärjestyksellä voidaan muuttaa näitä lähtökohtaisia oikeuksia ja yhtiöjärjestyksessä voidaan mahdollistaa oikeuksiltaan ja velvollisuuksiltaan toisistaan poikkeavat osakkeet<sup>144</sup>. Rahoitusinstrumentteja voidaan siis *erilajistaa* sopimusvapauden ja OYL:n 1 luvun 9 §:n asettamissa rajoissa, ja yhtiössä voi olla suurikin määrä erilajisia osakkeita. Osakkeen tuottamia oikeuksia ja velvollisuuksia erilajistamalla yhtiö ja osakkeenomistajat voivat varsin vapaasti määrittää sijoitettavan pääoman sisällön ehtoineen ja velvollisuuksineen.<sup>145</sup>

Osakkeenomistajat käyttävät osakeomistuksensa luoman *äänioikeuden* tuottamaa päätösvaltaa OYL:n 5 luvun 1 §:n mom:n mukaisesti yhtiön ylimmässä toimielimessä, yhtiökokouksessa. Osakkeenomistajat valitsevat yhtiön johdon yhtiökokouksessa lähtökohtaisesti äänienemmistöllä, mistä johtuen yhtiön määräysvalta ymmärretään osakkeiden tuottaman äänienemmistön hallitsemiseksi<sup>146</sup>. Osakkeen tuoman äänioikeuden suhteen OYL:ssa sääntelyn lähtökohtana on OYL:n 3 luvun 3 §:n 1 mom:sta ilmenevä yksi ääni per osake -periaate, jonka mukaan jokainen osake tuottaa yhden äänen kaikissa yhtiökokouksessa käsiteltävissä asioissa. Valta yhtiössä jakaantuu tällöin sijoitetun pääoman suhteessa ja osakkeen tuoma äänivalta vastaa sen tuomaa taloudellista riskiä<sup>147</sup>.

Päätösvalta yhtiössä voidaan kuitenkin jakaa myös yksi ääni per osake -olettamasta poiketen. OYL:n 3 luvun 3 §:n 1 ja 2 mom:n mukaan yhtiöjärjestyksen määräyksellä osakkeiden tuottamat äänimäärät voidaan määrätä erisuuruisiksi tai osake voidaan määrätä osittain tai jopa kokonaan äänivallattomaksi, jolloin osake ei tuota lainkaan äänioikeutta<sup>148</sup>. OYL:n 3 luvun 15 §:n 1 mom:n mukaan, jos yhtiössä on erilajisia osakkeita eikä osakkeita ole liitetty OYL:n 4 luvussa tarkoitettuun arvo-osuusjärjestelmään<sup>149</sup>, tulee osakkeiden lajit ja muut mahdolliset erot osakkeiden tuottamissa oikeuksissa ja velvollisuuksissa mainita *osakeluettelossa*. Lisäksi yhtiön on pykälän 2 mom:n mukaan luotettavalla tavalla pidettävä osakeluettelon mukaista *osakasluelleloa*, jossa mainitaan osakkeenomistajan nimi ja osoite sekä osakkeiden lukumäärä osakelajeittain.

---

<sup>144</sup> Ks. HE 109/2005, s. 51.

<sup>145</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 78.

<sup>146</sup> Ks. esim. Pönkä 2008, s. 258.

<sup>147</sup> Mähönen 2001, s. 146.

<sup>148</sup> Vrt. VOYL:n 3 luvun 1 a §:n 1 mom. (14.2.1997/145), jonka mukaan osakkeen äänimäärä ei saanut olla yli kaksikymmentä kertaa toisen osakkeen äänimäärä.

<sup>149</sup> Tavanomaisesti arvo-osuusjärjestelmään liitetään vain julkisen kaupankäynnin kohteena olevia osakkeita.

Yhtiöjärjestyksessä äänioikeuksiltaan erilaisiksi määrättyjen osakkeiden avulla valtaa yhtiössä voidaan jakaa halutulla tavalla. *Moniääniosake* tuottaa omistajalleen enemmän kuin yhden äänen ja siten korkeamman äänivallan kuin toisenlaiset osakkeet, kun taas *osittain* tai *kokonaan äänivallattomilla* osakkeilla osakkeenomistajan oikeutta äänestää yhtiökokouksessa voidaan rajata joidenkin tiettyjen tai jopa kaikkien asioiden suhteen.<sup>150</sup> Moniäänisten osakkeiden nähdään siirtävän yrityksen riskiä äänivallattomien ja vähä-äänisten osakkeiden omistajille, jotka kantavat residuaaliriskin samalla tavalla kuin moniääniosakkeiden omistajatkin, mutta joiden kontrollimahdollisuutta yhtiön päätöksentekoon on rajoitettu<sup>151</sup>. Vaikka eri osakkeet toisivatkin erilaiset oikeudet omistajilleen, tulee yhtiön kohdella kaikkia osakkeenomistajia yhdenvertaisesti. Näin ollen esimerkiksi moniääniosakkeen omistajalleen antamaa äänivaltaa ei saa käyttää yhdenvertaisuusperiaatteen vastaisesti<sup>152</sup>.

Osakkeiden tuottamaa äänivaltaa osittain rajoittavat yhtiöjärjestyksen määräykset voivat koskea mitä tahansa yhtiökokouksen päätettävänä olevaa asiaa, tai ne voidaan kohdentaa koskeviksi ainoastaan joitakin tiettyjä asioita. Ellei yhtiöjärjestyksessä ole toisin määrätty, on äänivallattomien osakkeiden omistajilla kuitenkin lähtökohtaisesti oikeus osallistua yhtiökokoukseen ja käyttää siellä muita osakkeen tuottamia kontrollioikeuksiaan. Tämä ilmenee OYL:n 3 luvun 4 §:n 1 mom:n 1 kohdasta. Mahdollisuus erilajistaa osakkeita äänivallan suhteen korostaa osakkeiden hinnan markkinaehtoista määräytymistä, ja tavanomaista on, että osakkeen merkintähinta on suoraan sidoksissa osakkeen tuottamaan äänivaltaan – toisin sanoen äänioikeuksiltaan rajoitettujen osakkeiden hinta on äänivallaltaan korkeampien osakkeiden hintaa alhaisempi. Tavanomaista myös on, että äänivallan rajoittamista kompensoidaan lisäksi tavallista paremmilla taloudellisilla oikeuksilla, esimerkiksi yhtiökokouksen päätöksestä riippumattomilla osinko-oikeuksilla. Tämän kaltaiset vähäistä äänioikeutta hyvittävät osakkeiden taloudelliset oikeudet perustuvat yhtiöjärjestykseen otettuun määräykseen, eikä osingon jakaminen kyseisten osakkeiden omistajille silloin erikseen edellytä yhtiökokouksen jakopäätöstä.<sup>153</sup>

Osakkeiden äänioikeuksia erilajistettaessa osakkeen luoman äänivallan lisäksi tulee huomioida myös se, miten äänioikeuden jakaminen vaikuttaa yhtiökokouksen erityiseen määräenemmistöpäätöksentekoon<sup>154</sup>. OYL:n 5 luvun 27 §:n 2 mom:ssa on lueteltu päätökset, joiden tekemiseen vaaditaan *määräenemmistöä*, ellei yhtiöjärjestyksessä ole toisin määrätty. Pykälän 1

---

<sup>150</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 156.

<sup>151</sup> Mähönen – Villa 2006, s. 228.

<sup>152</sup> Mähönen – Villa 2006, s. 96; Mähönen – Villa 2012, s. 157.

<sup>153</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 156–157 ja 161–163.

<sup>154</sup> Vahtera 2011, s. 427.



mom:n mukaan määräenemmistöpäätöksen tekemiseksi vaaditaan vähintään kaksi kolmasosaa annetuista äänistä ja kokouksessa edustetuista osakkeista, eikä yhtiöjärjestyksen määräyksellä voida näitä määräenemmistövaatimuksia lieventää, vaan ainoastaan kiristää, kuten pykälän 4 mom:ssa on todettu<sup>155</sup>. Pykälän 2 mom:n 1 kohdan mukaan esimerkiksi yhtiöjärjestyksen muuttamiseen ja suunnattuun osakeantiin vaaditaan lähtökohtaisesti määräenemmistöpäätöstä, minkä lisäksi pykälän 3 mom:n mukaan yksityisen osakeyhtiön sulautumista, jakautumista, selvitystilaa tai omien osakkeiden suunnattua hankkimista koskien äänestys on toteutettava lisäksi *osakelajikohtaisesti*, jolloin päätöstä on kannatettava määräenemmistö kunkin osakelajin kokouksessa edustetuista osakkeista. Kuitenkin, jos osake on jonkin tietyn päätöksenteon osalta määrätty yhtiöjärjestyksessä täysin äänivallattomaksi, ei sitä OYL:n 3 luvun 4 §:n 1 mom:n 2 kohdan mukaan oteta huomioon yhtiökokouksen päätöksen edellyttämää enemmistöä laskettaessa<sup>156</sup>.

Määräenemmistöpäätöksen tekemiseksi ei siis riitä, että esimerkiksi osakkeiden tuottamien äänimäärien osalta määräysvallassa olevat osakkeenomistajat kannattavat päätöstä määräenemmistöllä, vaan päätöstä tulee kannattaa myös määräenemmistö niiden vähä-äänisten osakkeiden omistajista, jotka ovat edustettuina kokouksessa. On siis huomioitava, että tavanomaisesti määräysvallan ulkopuolella olevat osakkeenomistajat voivat suhteellisesti hyvinkin pienellä osake- ja äänimäärällä estää osakelajikohtaista määräenemmistöä edellyttävien päätösten syntymisen<sup>157</sup>. Yhtiössä, jossa on erilaisia osakkeita, määräenemmistövaatimusten voidaankin nähdä tasapainottavan yhtiön enemmistön ja vähemmistön välisiä vaikutusmahdollisuuksia. Osakkeiden erilaistaminen yhtäältä keskittää määräysvaltaa korkeamman äänivallan omaaville osakkeenomistajille ja toisaalta taas osakelajikohtainen määräenemmistövaatimus antaa vähemmistölle keinon suojautua yhtiön liiketoimintaan ja sen riskeihin vaikuttavilta muutostilanteilta.<sup>158</sup> Yhtiön määräysvalta-asemaa tavoittelevan onkin mietittävä, missä tilanteissa määräysvalta-asema on hänelle tarkoituksenmukainen, ja otettava huomioon se, mitä määräysvaltaan kussakin tilanteessa vaaditaan.

---

<sup>155</sup> Pykälän määräyksestä voidaan poiketa vain vähemmistöosakkeenomistajien eduksi. HE 27/1977, s. 65.

<sup>156</sup> Yhtiöjärjestyksessä voidaan kuitenkin määrätä myös äänivallattomat osakkeet otettavaksi mukaan päätöksentekoon tiettyjen asioiden osalta. Ks. OYL 3 luvun 4 §:n 2 mom.

<sup>157</sup> Ks. Esim. Mähönen – Villa 2012, s. 153.

<sup>158</sup> Vahtera 2011, s. 428.

#### 4.2.2 Osakesijoituksen sääteleminen ja määräaikaistaminen vaihdannanrajoituslausekkeilla ja hankinta- ja lunastamishdoilla

Oletusarvoisesti valta ja vapaus osakeomistuksen myymiseen on osakkeenomistajalla. Osakkeen vaihdannanvapaus on yksi osakeyhtiön peruseriaaiteista, eli osake on lähtökohtaisesti vapaasti luovutettaessa sekä hankittavissa. Periaatteen turvin osakkeenomistajat voivat kontrolloida riskiään, kun he saattavat myydä osakkeensa niin tahtoessaan. Osakkeiden vapaa siirrettävyys antaa osakkeenomistajille mahdollisuuden osakeomistuksensa mahdollisen arvonnousun realisoimiseen. Toisaalta osakkeiden vapaa vaihdettavuus luo erilaisia riskejä yhtiön hallinnoimiselle. Yhtiön määräysvaltarakenteen mahdollinen muuttuminen uusien osakkeenomistajien myötä saattaa hankaloittaa päätöksentekoa yhtiössä ja sitä kautta yhtiön liiketoimintajärjestelyjä.

Osakkeen vaihdannanvapautta voidaan kuitenkin OYL:n 3 luvun 6 §:n mukaan rajoittaa yhtiöjärjestykseen otettavilla vaihdannanrajoituslausekkeilla, eli joko OYL:n 3 luvun 7 §:n mukaisella lunastuslausekkeella tai 8 §:n suostumuslausekkeella. Lausekkeet eivät nimenomaisesti estä osakkeenomistajaa myymästä osakkeitaan, mutta ne oikeuttavat esimerkiksi yhtiön tai toisen osakkeenomistajan lunastamaan siirtyvän osakkeen niin, että osakkeen ostaja, so. siirronsaaja, ei saa merkittyä omistustaan osakerekisteriin, ja siten käytännössä rajoittavat osakkeiden vapaata vaihdantaa varsin tehokkaasti.<sup>159</sup>

OYL:n 3 luvun 7 §:n mukaan:

Yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä, että osakkeenomistajalla, yhtiöllä tai muulla henkilöllä on oikeus lunastaa muulta omistajalta kuin yhtiöltä toiselle siirtyvä osake. Lunastuslausekkeessa on määrättävä, keillä on lunastusoikeus ja miten useiden lunastukseen oikeutettujen keskinäinen etuoikeus määräytyy.

*Lunastuslausekkeella* voidaan siis rajoittaa osakkeiden siirtymistä uudelle omistajalle ja esimerkiksi estää yhtiön osakkeiden siirtyminen yhtiön tai sen vallitsevan osakkeenomistajapiirin ulkopuolelle tai estää ei toivottujen henkilöiden pääsy yhtiön osakkeenomistajiksi. Yhtiöjärjestyksessä lunastusoikeuden sisältö voidaan määritellä suhteellisen vapaasti ja lauseke voi koskea kaikkia yhtiön osakkeita tai ainoastaan tietyn lajisia osakkeita.<sup>160</sup> Vähintään yhtiöjärjestyksessä on OYL:n 3 luvun 7 §:n 1 mom:n mukaan kuitenkin mainittava lunastusoikeus ja lunastamiseen

---

<sup>159</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 201.

<sup>160</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 202.

oikeutetut sekä heidän keskinäisen lunastamisetuoikeuden määräytymisen perusteet<sup>161</sup>. Lunastamisetuoikeus voidaan määrätä ensisijaisesti joko yhtiölle tai osakkeenomistajille. Jos yhtiöllä on lunastusoikeus, voi se OYL:n 3 luvun 7 §:n 5 mom:n mukaan lunastaa osakkeen vain jakokelpoisilla varoillaan, esimerkiksi yhtiöön sijoitetulla vapaalla omalla pääomalla. Tavanomaista on, että osakkeenomistajien välinen etuoikeus määräytyy osakkeenomistajien osakeomistuksen suhteessa tai viimekädessä arpomalla.<sup>162</sup> Yhtiöjärjestyksessä voidaan lisäksi eritellä esimerkiksi se, minkälaisia saantoja lunastusoikeus koskee, millainen on lunastushinta tai miten se määräytyy sekä vaatimukset lunastusvaatimukseen liittyvistä ja lunastushinnan suorittamisen määräajoista<sup>163</sup>. Vähemmistösuojan kannalta osakkeen lunastushinta ei saa olla kohtuuttoman alhainen, mutta toisaalta lunastushintaa määritettäessä on otettava huomioon myös lunastukseen oikeutettujen maksukyky<sup>164</sup>. Jollei yhtiöjärjestyksessä ole eritelty lunastuslausekkeen sisältöä, noudatetaan lunastuksessa OYL:n 3 luvun 7 §:n 2 mom:n 1–6 kohdan olettamassäänöksiä<sup>165</sup>.

OYL:n 3 luvun 8 §:n 1 mom:n mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan määrätä myös, että osakkeen hankkimiseen luovutustoimin tarvitaan yhtiön *suostumus*<sup>166</sup>. Jos yhtiö ei anna suostumusta, luovutuksensaaja voi ainoastaan käyttää osakkeen myötä saamiensa varallisuusoikeuksia tai luovuttaa osakkeen edelleen<sup>167</sup>. Luovutuksensaajaa ei kuitenkaan merkitä yhtiön osakeluetteloon eikä yhtiön osakkeenomistajaksi. Suostumuslausekkeessa kysymyksessä onkin luovutuksen saajan suhde yhtiöön osakkeen tuottamien hallinnoimisoikeuksien käyttämisen osalta. Suostumuslausekkeella, kuten lunastuslausekkeellakin, pyritään rajoittamaan uusien, ei-toivottujen henkilöiden pääsy yhtiön osakkeenomistajiksi, vaikka se ei sinällään rajoita osakkeen siirtämistä tai hankintaa, vaan ainoastaan uuden omistajan hallinnoimisoikeuksia. Tavanomaista kuitenkin on, että suostumuksen antamista tiedustellaan jo etukäteen, ennen luovutusta, ja jollei suostumusta saada, jää luovutustoimi usein kokonaan tekemättä. Suostumuslauseketta voidaan pitää hyödyllisenä lunastuslausekkeen täydennyskeinona; jos yhtiöllä tai lunastukseen oikeutuilla osakkeenomistajilla ei ole tarvittavia varoja lunastuslausekkeen mukaisen lunastuksen

---

<sup>161</sup> HE 109/2005, s. 54.

<sup>162</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 204–205.

<sup>163</sup> OYL:n 3 luvun 7 §:n 3 mom:n mukaan pykälän 2 mom:ssa mainittuja määräaikoja ei voida yhtiöjärjestyksessä kuitenkaan pidentää.

<sup>164</sup> Pönkä 2008, s. 220–221.

<sup>165</sup> Jos yhtiöjärjestyksessä ei ole muuta määrätty, koskee lunastusoikeus 1 kohdan mukaisesti kaikenlaisia saantoja.

<sup>166</sup> Määräys ei pykälän mukaan kuitenkaan koske osaketta, joka on hankittu pakkohuutokaupassa tai konkurssipesästä.

<sup>167</sup> HE 109/2005, s. 56.

suorittamiseksi, vaaditaan luovutukseen kuitenkin yhtiön suostumus. Suostumuksen vaatiminen – toisin kuin lunastuslausekkeen soveltaminen – koskee ainoastaan kauppaa, vaihtoa, lahjaa tai niihin verrattavaa luovutusta, eikä siten esimerkiksi koske perintöä tai testamenttisaantoa.<sup>168</sup>

Vaihdannanrajoituslausekkeiden avulla yhtiö ja sen osakkeenomistajat voivat siis kontrolloida sitä, kuka yhtiön osakkeenomistajaksi tai yhtiön hallinnoimisoikeuksien käyttäjäksi pääsee ja sitä kautta valvoa yhtiön määräysvaltarakenteen säilyvyyttä. Lausekkeiden voidaan nähdä toimivan myös apuvälineinä yhtiön osake- ja osakasluettelon muutosten kontrolloimisessa ja luetteloiden ajan tasalla pitämisessä. Kun lunastuslauseke ei sinällään estä osakkeenomistajaa myymästä osakettaan, vaan antaa vain mahdollisuuden siihen oikeutetulle lunastaa osakkeen itselleen, voidaan suostumuslausekkeen nähdä estävän osakkeen eteenpäin myymisen suhteellisen tehokkaasti. Jos yhtiö linjanmukaisesti evää suostumuspyynnöt, lienee todennäköistä, että osakkeita ei saada lainkaan myytyä.

OYL:n 15 luvun 10 §:n 1 mom:n mukaan yhtiöjärjestyksessä voidaan myös määrätä *yhtiön oikeudesta tai velvollisuudesta yhtiön osakkeiden lunastamiseen tai hankkimiseen*. Tällä tavoin, yhtiöjärjestykseen otettujen ehtojen avulla osakesijoituksia voidaan esimerkiksi määräaikaistaa. Yhtiöjärjestyksessä on tällöin määrättävä:

- 1) onko kysymys hankkimisesta vai lunastamisesta;
- 2) onko yhtiöllä oikeus vai velvollisuus hankkimiseen tai lunastamiseen;
- 3) mitä osakkeita määräys koskee ja tarvittaessa, missä järjestyksessä osakkeet hankitaan tai lunastetaan;
- 4) noudatettava menettely;
- 5) osakkeista maksettava vastike tai sen laskemisessa käytettävät perusteet; sekä
- 6) mitä varoja vastikkeen maksuun voidaan käyttää.

Yhtiöjärjestykseen pätevästi kirjatut osakkeen lunastus- tai hankintaehdot luovat omistajalleen etukäteen tiedossa olevan irtaantumismahdollisuuden yhtiöstä, joka voi olla osakkeenomistajan kannalta merkityksellinen esimerkiksi jos osakkeen jälkimarkkinamahdollisuudet ovat vähäiset. Lunastus- ja hankkimisehdolla osakkeenomistajan tekemästä sijoituksesta voidaan tehdä

---

<sup>168</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 211–212.

myös määräaikainen, jolloin yhtiöjärjestyksen määräyksen myötä yhtiö tai vaihtoehtoisesti osakkeenomistaja voi pidättää oikeuden sijoituksen keston päättämisestä.<sup>169</sup>

OYL:n 15 luvun 10 §:n mukaisella *hankkimisella* tarkoitetaan lain esitöiden mukaan vapaaehtoisuuteen perustuvaa hankintaa, jolloin yhtiö tarjoutuu ostamaan omia osakkeitaan, ja *lunastamisella* tilanteita, joissa osakkeet voidaan ottaa yhtiölle pakolla.<sup>170</sup> Lunastus- tai hankkimisehto voi liittyä vain osaan yhtiön osakkeista, jolloin kyseiset osakkeet käsitetään omaksi osakelajikseen, jonka kohdalla varojen palauttamisesta on määrätty muista osakelajeista poiketen<sup>171</sup>. OYL:n 15 luvun 10 §:n 1 mom:n 2 kohdan mukaan yhtiöjärjestyksessä tulee mainita, onko ehdoissa kysymys yhtiön oikeudesta vai velvollisuudesta. Jos kyse on oikeudesta, on yhtiöllä niin tarpeelliseksi katsoessaan mahdollisuus päättää osakkeilla kerätyn pääomarahoituksen takaisinmaksusta. Hankkimisen osalta osakkeenomistajalla on lopullinen päätösvalta asiassa, kun taas yhtiöjärjestyksen määräysten mukaiseen lunastamiseen yhtiö ei tarvitse osakkeenomistajien suostumusta. Jos lunastus- tai hankkimisehdot laaditaan osakkeenomistajia oikeuttaviksi, on yhtiö hankkimisehdon osalta ainoastaan velvollinen tekemään ostotarjouksen, kun taas lunastamistilanteessa yhtiön tulee lunastaa osakkeenomistajien osakkeet.<sup>172</sup> Lunastusehdon käyttämisessä etuna yhtiön kannalta on, että päätös osakkeiden lunastamisesta on viimekädessä yhtiöllä, eikä siihen tarvita osakkeenomistajien suostumusta.

OYL:n 15 luvun 10 §:n 2 mom:n mukaisesti yksityisessä osakeyhtiössä päätöksen lunastamis- ja hankkimisoikeuksien toteuttamisesta voi tehdä hallitus<sup>173</sup>. Vaikka yhtiöllä olisikin yhtiöjärjestyksen määräyksen mukainen oikeus tai velvollisuus osakkeiden hankkimiseen tai lunastamiseen, on huomioitava, että jos osakepääoma menettelyn myötä alenee, on noudatettava OYL:n 14 luvun mukaista velkojensuojamenettelyä, eikä yhtiön osakepääoma saa missään tapauksessa laskea alle OYL:n mukaisen minimiosakepääoman (2500 €)<sup>174</sup>. OYL:n 15 luvun 10 §:n 1 mom:n 5 kohdan mukaan yhtiöjärjestyksessä tulee eritellä osakkeista maksettava vastike tai sen määräytymisen perusteet. Vastikkeen arvon määrittäminen voi perustua esimerkiksi osakkeiden edelliseen tilinpäätökseen perustuvaan matemaattiseen arvoon, tuottoarvoon, diskontattuun

---

<sup>169</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 183.

<sup>170</sup> HE 109/2005, s. 135–136.

<sup>171</sup> OYL:n 3 luvun 1 §:n 2 mom:n 1 kohdan mukaan omaksi osakelajikseen käsitetään aina sellaiset osakkeet, jotka ”poikkeavat toisistaan osakkeen tuottaman äänimäärän tai yhtiön varoja jaettaessa tuottaman oikeuden suhteen”. Ks. Mähönen – Villa 2012, s. 182.

<sup>172</sup> Mähönen – Villa 2012, s. 186–187.

<sup>173</sup> Ks. myös HE 109/2005, s. 143.

<sup>174</sup> Siikarla 2006, s. 266.

kassavirtaan tai korjattuun tasesubstanssiin<sup>175</sup>. Tärkeää lunastus- ja hankkimisehtojen osalta onkin suunnitella, miten takaisinlunastushinta määritellään, jotta sijoittajien kiinnostus sijoituskohdetta kohtaan ei vähene. Yhtiöjärjestyksessä voidaan myös määrätä osakkeiden luovutusajankohdasta, jolloin se on kaikkien osapuolten tiedossa jo etukäteen.

### **4.3 Yhtiön hallinnoimisen sääntely osakassopimuksin**

Yhtiöjärjestyksen määräysten lisäksi yhtiön hallintoa voidaan järjestää ja kontrolloida myös yhtiöoikeuden alaan kuulumattomin sopimuksin. Osakassopimus on tavallisesti osakeyhtiön osakkeenomistajien välinen sopimus, jossa sovitaan osakkeenomistajien välisistä suhteista sekä heidän suhteestaan itse yhtiöön. Osakassopimuksilla osapuolet voivat OYL:n ja yhtiöjärjestyksen määräyksiä yksityiskohtaisemmin järjestää muun muassa yhtiön toimintaa sekä osakkeenomistajien keskinäisiä suhteita ja asemaa yhtiössä. Osakassopimuksen avulla yhtiön osakkeenomistajat voivat sopia yhtiön säännöistä sekä osakkeiden tuomista oikeuksista ja velvollisuuksista parhaaksi katsomallaan tavalla ja sopia asioista, joihin yhtiöjärjestyksellä ei voida tai haluta puuttua. Osakassopimusta on pidetty keskeisenä työvälineenä myös esimerkiksi pääomasijoittajien oikeuksista sovittaessa.<sup>176</sup> Yhtiöjärjestyksen ohella osakassopimuksella on suuri merkitys osakeyhtiön määräysvallansäätelyssä sekä yhtiön hallinnon järjestämisessä, kun se antaa osakkeenomistajille yhtiöjärjestystä laajemmat vapaudet osapuolten väliselle sopimiselle.

Kun yhtiöjärjestys on sopimuksena OYL:n sääntelyn alainen osakeyhtiön olemassaolon edellytys, on osakassopimus taas vapaaehtoinen, yleisten sopimusoikeudellisten periaatteiden alainen sopimustyyppi. Osakassopimuksen, toisin kuin rekisteröidyn yhtiöjärjestyksen, ei ole katsottu olevan yhtiöoikeudellisella tasolla sitova, vaan se sitoo ainoastaan siihen liittyneitä osapuolia. Osakassopimus ei siten lähtökohtaisesti sido osakkeen siirronsaajaa pelkän saannon perusteella, vaan siirron saajan on nimenomaisesti liitettävä sopimuksen osapuoleksi. Osakassopimus voidaan kuitenkin sisällyttää myös yhtiöjärjestykseen, jolloin se saa yhtiöoikeudellisen sitovuusvaikutuksen, mutta tällöin osakassopimuksen ehtojen tulee olla laadittu OYL:n sääntelyn alaisiksi ja sopimusta voidaan muuttaa vain yhtiöjärjestystä muuttamalla.<sup>177</sup> Vaikka osakas-

---

<sup>175</sup> Siikarla 2006, s. 267; Mähönen – Villa 2012, s. 188.

<sup>176</sup> Pönkä 2008, s. 1 ja 54; Saarnilehto et al. 2012, Osakassopimus osakeyhtiössä: Yleistä.

<sup>177</sup> Pönkä 2008, s. 40–44. Osakassopimuksen ehto, joka on OYL:n pakottavien säännösten vastainen, on pätemätön. Ks. Esim. Saarnilehto et al. 2012, Osakassopimus osakeyhtiössä: Osakassopimusta koskevat keskeiset rajoitukset.

sopimus ei lähtökohtaisesti sido yhtiötä sopimusoikeudellisin perustein, erillisellä osakkeenomistajien kanssa tehdyllä sopimuksella myös yhtiö voi sitoutua osakassopimukseen<sup>178</sup>, ja osakassopimukseen sitoutuminen edellyttää tällöin joko yhtiökokouksen tai yhtiön hallituksen päätöstä<sup>179, 180</sup>.

Tavallisesti osakassopimuksen tavoitteena on sopia osakeyhtiön kontrolloimisesta ja yhtiössä, jossa on laaja omistajapohja, osakassopimuksella pyritään usein keskittämään yhtiön kontrollivaltaa tietylle taholle. Osakkeiden vaihdannanrajoituksesta sopimalla sopimuksen osapuolet pyrkivät epäsuorasti varmistamaan, että yhtiön kontrollivalta säilyy määrätyllä osakkeenomistajaryhmällä. Tavanomaista myös on, että kontrollivaltaa haluavat osakkeenomistajat – esimerkiksi yhtiön perustajajäsenet – sopivat osakassopimuksessa siitä, miten he äänestävät yhtiökokouksissa. *Äänestämiskäyttäytymisestä* erikseen sopiminen nähdään usein välttämättömänä yhtiön tarkoituksenmukaisen toiminnan kannalta, kun sopimuksella osakkeiden omistajalleen tuottamia yhtiön hallinnoimisoikeuksia voidaan kontrolloida. Äänestämiskäyttäytymisen kontrolloimiseen tähtäävä osakassopimus voidaan laatia koskemaan esimerkiksi tiettyä yhtiökokousta tai vain tiettyjä yhtiökokouksessa tehtäviä päätöksiä. Koska hallitus OYL:n 6 luvun 2 §:n 1 mom:n mukaan huolehtii yhtiön hallinnosta ja sen toiminnan asianmukaisesta järjestämisestä, on osakkeenomistajilla intressi kontrolloida hallituksen kokoonpanoa ja tavallista on, että osakassopimuksessa sovitaan yhtiökokouksessa toteutettavasta hallituksen jäsenten valinnasta.<sup>181</sup>

Koska OYL:n sääntely ei rajoita osakkeenomistajien keskinäistä sopimista, voidaan osakassopimuksella sopia esimerkiksi *osakkeiden vaihdannanrajoituksesta* yhtiöjärjestykseen otettavia lakisääteisiä vaihdannanrajoituslausekkeitä laajemmin. Kun yhtiöjärjestykseen otettavien vaihdannanrajoituslausekkeiden tavoitteena on mainittu tavallisesti pääasiassa olevan rajoittaa yhtiön osakkeiden siirtymistä ulkopuolisten haltuun, pyritään osakassopimusten vaihdannanrajoi-

---

<sup>178</sup> Saarnilehto 1995, s. 184.

<sup>179</sup> Pönkä 2008, s. 281.

<sup>180</sup> Tässä yhteydessä pidetään riittävänä, että ainoastaan todetaan yhtiöllä olevan mahdollisuus sitoutua osakassopimukseen syventymättä sen enempää kysymyksen problematiikkaan. Osakassopimuksen sitovuudesta suhteessa yhtiöön katso lisää esim. Saarnilehto 1995, s. 181–188; Pönkä 2008, s. 280–290.

<sup>181</sup> Pönkä 2008, s. 88–91, 107–111, 124 ja 171. Yhtiön hallituksella on toimivalta kaikissa niissä yhtiön hallintoon liittyvissä asioissa, joita ei ole nimenomaisesti osoitettu yhtiökokoukselle, mahdolliselle hallintoneuvostolle tai toimitusjohtajalle. HE 109/2005, s. 79. Vaikka osakkeenomistaja olisi sopimusoikeudellisesti sitoutunut toimimaan tietyllä tavalla, yhtiöoikeudellisella tasolla hän voi kuitenkin toimia osakassopimuksesta poiketen. Esimerkiksi yhtiön hallituksen päätöksenteko ei ole sidottu osakassopimukseen, vaikka kaikki hallituksen jäsenet olisivat sitoutuneet ko. sopimusta noudattamaan. Helminen 2006, s. 99–100; Pönkä 2008, s. 43.

tusmääräyksillä sääntelemään sopijapuolten keskinäisistä kontrollivaltasuhteista. Yhtiöjärjestyksellä osakkeiden vaihdannan täyskielto ei ole mahdollista, kun taas osakassopimuksen luovutuskiektolausekkeilla voidaan esimerkiksi estää osakkeenomistajan lähteminen yhtiöstä ja samalla uusien henkilöiden pääsy yhtiön osakkeenomistajiksi. Tällöin yhtiön ennalta määritellyt valtasuhteet säilyvät omistajapohjan vaihtumattomuuden myötä muuttumattomina.<sup>182</sup> Koska osakassopimuksilla ei ole yhtiöoikeudellista sitovuutta, ei niiden perusteella voida kuitenkaan esimerkiksi estää osakkeen saajan merkitsemistä osakasluetteloon, vaikka osakkeen luovutus olisikin tapahtunut osakassopimuksen vastaisesti<sup>183</sup>. Tämän vuoksi osakassopimuksen noudattamista tehostetaan tavanomaisesti *sopimussakkolausekkeella*, jossa on sovittu sopimusrikkomuksen seurauksena sopimuksen rikkojalle aiheutuvasta hyvitysvastavuudesta.<sup>184</sup>

Osakassopimuksessa voidaan sopia, että sopimuksen muilla osapuolilla on ensisijainen mahdollisuus, so. *etuosto-oikeus*, ostaa myyntihalukkaan, osakassopimuksen osapuolena olevan osakkeenomistajan osakkeet ennen kuin niitä tarjotaan muille tahoille<sup>185</sup>.<sup>186</sup> Osakassopimuksessa voidaan sopia myös niin, että osakkeitaan siirtävän osakkeenomistajan on hankittava siirrolleen etukäteen tietyn, sopimuksessa yksilöidyn tahon *suostumus* ennen osakkeiden siirtoa.<sup>187</sup><sup>188</sup> Osakkeiden täys siirtokieltoa voidaan jossain tapauksissa pitää tarkoituksenmukaisena kehittyvien yritysten ensimmäisinä vuosina, mutta pidempiaikaisia siirtokieltoja pidetään kohtuusyistä ongelmallisina<sup>189</sup>. Jos sopimusosapuoli ei siirtotilanteissa noudata sopimuksen ehtoja, syyllistyy hän sopimusrikkomukseen, jonka seurauksena hänelle aiheutuu mahdollisen sopimussakkolausekkeen mukainen sopimussakko. Osakassopimuksella sopimuksen osapuolet voivat sopia myös yhtiön hallinnon järjestämisestä, äänestämiskäyttäytymisestään, varojen jaosta, osakkeiden eteenpäin myymisestä tai lähtökohtaisesti mistä tahansa asiasta, josta haluavat ja katsovat aiheelliseksi sopia.

---

<sup>182</sup> Pönkä 2008, 198–200.

<sup>183</sup> HE 27/1977, s. 29.

<sup>184</sup> Pönkä 2008, s. 200–202. Ks. osakassopimukseen liitettävästä sopimussakosta lisää esim. Pönkä 2008, s. 389–396.

<sup>185</sup> Vrt. OYL:n 3 luvun 7 §:n lunastuslauseke, jonka avulla *jo luovutetut* osakkeet voidaan määrätyn ajan sisällä lunastaa takaisin alkuperäisen osakkeenomistajapiiriin haltuun.

<sup>186</sup> Pönkä 2008, s. 205–206.

<sup>187</sup> Vrt. OYL:n 3 luvun 8 §:n suostumuslauseke.

<sup>188</sup> Pönkä 2008, s. 226–228.

<sup>189</sup> Pönkä 2008, s. 240.



#### 4.4 Joukkorahoitus ja yhtiön hallinnon järjestämisen keinot

Kuten todettu, oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen kautta yhtiölle voi muodostua hyvinkin laaja osakaspohja, joka saattaa luoda omat haasteensa yrityksen hallinnoimiselle ja tehokkaalle liiketoiminnalle. Kyseisten ongelmat ja niiden mahdolliset hallintakeinot tulisi perustajajäsenten ottaa tarkoin huomioon jo ennen joukkorahoitusosakeantiin ryhtymistä. Yhtiön perustajajäsenten tulee harkita tarkoin, minkälaiset tavoitteet liiketoiminnalle asetetaan ja millä tavoin ne olisi parhaiten mahdollista saavuttaa. Oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta hakkevien yritysten kirjo voi olla hyvinkin moninainen, ja sen mukaiset ovat myös näiden yritysten päämäärät. Erilaisten tavoitteiden vuoksi yhden yhtiön tapa järjestää liiketoimintaansa ei välttämättä ole tarkoituksenmukainen toiselle yhtiölle. Joukkorahoitusta hyödyntäville yrityksille ei olekaan esitettävissä yhtä oikeaa toimintatapaa, vaan yritysten tulee aina omakohtaisesti harkita vaihtoehtoisten toimintatapojen käyttö ja niiden mahdolliset vaikutukset rahoituksen ehtoihin ja kerryttämiseen. Todennäköisesti kuitenkin valtaosassa joukkorahoitustapauksia yritykset haluavat tarjota osakkeitaan siten, että joukkorahoittajat tulevat yhtiössä vähemmistöosakkeenomistajiksi osake-enemmistön jäädessä perustajajäsenille. Tämän suhteen perustajajäsenten on mietittävä, kuinka paljon osakkeita kannattaa laskea liikkeelle ja minkälaisen äänivallan tarjotut osakkeet yhtiössä yhteensä tuottavat.

Riippumatta yhtiön strategisten tavoitteiden yksityiskohdista, perustajajäsenten tulisi aina laatia yhtiöjärjestys huolella yhtiön toimintaa tukevaksi ja yhtiön etua mahdollisimman tehokkaasti ajavaksi. Tarpeen niin vaatiessa yhtiöjärjestys voi olla laadittava jopa uudestaan ennen osakeantia, jos sen määräysten ei nähdä tukevan yhtiön toiminnan järjestämistä enää aisanmukaisella tavalla osakeannin järjestämisen jälkeen. Tämän lisäksi yhtiön toimintaa tehostavien sopimus-oikeudellisten keinojen hyödyntämisestä saattaa olla hyötyä yhtiön ja sen osakkeenomistajien päämäärien saavuttamiselle. Joukkorahoitusalueesta *Invesdorin* kautta oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta hakeneiden ja siinä onnistuneiden yritysten joukkorahoitushakemuksia tarkastelemalla, voidaan todeta, että ainakin kyseistä joukkorahoitusalueesta käyttäneet yritykset ovat tavanomaisesti myös hyödyntäneet yhtiön hallinnoimisen järjestämisen keinoja, joko yhtä tai useampaa yhdessä. Tehdyn tarkastelun perusteella vain pieni osa yrityksistä ei tietävästi ole käyttänyt minkäänlaisia, joko yhtiöjärjestykseen tai osakassopimukseen perustuvia keinoja rajoittaa osakkeenomistajien oikeuksia osakkeita yleisölle tarjotessaan.

Jos jokainen joukkorahoituksen kautta yhtiöön tullut osakkeenomistaja voi yksi ääni per osake-periaatteen mukaisesti vaikuttaa yhtiön päätöksentekoon, hajauttaa se määräysvaltaa yhtiössä

varsin usealle eri henkilölle, mikä saattaa vaikeuttaa yhtiön päätöksentekoa ja siten esimerkiksi haitata tai estää yhtiön perustajajäseniä toteuttamasta strategiaansa yrityksen toiminnasta ja tulevaisuudesta. Laaja osakaspohja saattaa myös aiheuttaa käytännön ongelmia yhtiökokousten järjestämiselle ja äänestämiskäytännölle, jos kaikilla osakkeenomistajilla on yhtäläisen äänioikeuden kautta oikeus osallistua yrityksen yhtiökokouksissa päätöksentekoon. Joukkorahoittajien mahdollisuutta vaikuttaa osakkeenomistajien äänioikeuteen ja määräysvaltaan yhtiössä on mahdollista kontrolloida esimerkiksi osakesarjoja erilaistamalla.

Osakkeiden tuottaman *äänioikeuden suhteen osakesarjoja erilaistamalla* perustajajäsenet saattavat torjua päätöksenteon hajautumisen. Osakeannilla liikkeeseen laskettujen osakkeiden tuottamaa äänioikeutta voidaan rajoittaa esimerkiksi niin, että joukkorahoituksella tarjottavat osakkeet tuovat omistajilleen heikommat oikeudet osallistua yhtiön päätöksentekoon, jolloin päätösvalta yhtiön asioissa säilyy korkeamman äänivallan tuottavien osakkeiden omistajilla, tässä tapauksessa yhtiön perustajajäsenillä<sup>190</sup>. Joukkorahoittajien äänivaltaa voidaan rajoittaa vähääänisillä osakkeilla tai heidän osallistumisensa yhtiön päätöksentekoon voidaan estää kokonaan tarjoamalla heille täysin äänivallattomia osakkeita. Äänivallattomien osakkeiden omistajien osallistumista yhtiökokoukseen voidaan myös rajoittaa yhtiöjärjestykseen otetulla määräyksellä, mikä saattaa olla hyödyllinen keino yhtiökokouksen järjestämisen helpottamiseksi. Muussa tapauksessa yhtiöjärjestyksen järjestämisessä tulee noudattaa OYL:n asiaa koskevaa sääntelyä. Jos joukkorahoittajat halutaan yhtiön toimintaan mukaan ainoastaan passiivisessa rahoittajan roolissa, voidaan heidän äänioikeutensa rajoittamista erilajisin osakkein pitää käyttökelpoisena välineenä.

Perustajajäsenten osakkeisiin nähden vähä-äänisempiä osakkeita joukkorahoituksella tarjottaessa päätösvalan hallitseminen voidaan nähdä kuitenkin vain osittaisena. Vähä-äänisiä osakkeita käytettäessä huomioon on otettava muun muassa määräenemmistövaatimukset sekä se, että myös vähä-äänisten osakkeiden omistajilla on oikeus osallistua yhtiökokoukseen. Koska vähä-äänisten osakkeenomistajien osallistumista yhtiön päätöksentekoon ei voida rajoittaa kokonaan, saattaa se joissakin tilanteissa osoittautua yhtiön päätöksenteon kannalta ongelmalliseksi. Esimerkiksi päätöksentekotilanteissa, joissa vaaditaan osakelajikohtaista määräenemmistön kannatusta, voi vähä-äänisten osakkeiden omistajilla olla valta estää enemmistön kannattaman päätöksen toteutuminen. OYL:n mukaiset erityiset määräenemmistövaatimukset saat-

---

<sup>190</sup> Ks. esim. Vahtera 2011, s. 405.

tavat siis vaikeuttaa päätöksentekoa äänivaltaeroista huolimatta ja siten esimerkiksi hankaloittaa tai jopa estää yhtiön tulevia liiketoimintajärjestelyjä. Vähä-äänisiä osakkeita tarjottaessa perustajajäsenten olisi mietittävä, minkälaisissa tilanteissa päätösvallan varmistaminen enemmistölle olisi erityisesti tarpeen ja voiko vähä-äänisten osakkeiden tarjoaminen vesittää päätösvallan kyseisissä tilanteissa.

Kokonaan äänivallattomien osakkeiden käyttö voidaankin nähdä joukkorahoituksessa yhtiön perustajajäsenten kontrolli-intressien kannalta varmempana vaihtoehtona kuin vähä-äänisten osakkeiden käyttö. Yhtiökokouksen erityistä määräenemmistövaatimusta edellyttävässä päätöksenteossa täysin äänivallattomaksi määrätty osakkeet jätetään huomiotta enemmistöä laskettaessa, ja lisäksi yhtiökokoukseen osallistumista rajoittavalla yhtiöjärjestyksen määräyksellä perustajajäsenet voivat estää myös osakkeenomistajalle jäljelle jäävien kontrollioikeuksien käytön yhtiökokouksessa. Kokonaan äänivallattomilla osakkeilla perustajajäsenet voivat siis poistaa uusien osakkeenomistajien mahdollisuuden osallistua yhtiön päätöksentekoon ja yhtiön toiminnan hallinnoimiseen. Vaarana äänivallattomien osakkeiden käytössä kuitenkin on, että potentiaaliset joukkorahoittajat saattavat mieltäytyä täysin äänivallattomat osakkeet sillä tavoin liian vajanaiseksi, että heidän mielenkiinto sijoituksen tekemiseen vähenee. Osakeomistukseen kun yleisesti kuitenkin mielletään sisältyvän sekä tuotto- että äänioikeus.

Toisaalta esimerkiksi Vahtera on todennut, että yhtiön kontrollivallan tavoittelemisen ei usein ole kaikkien osakkeenomistajien kannalta kustannustehokasta, jos vallasta saatava hyöty alittaa siitä aiheutuvat kustannukset. Tavanomaista lienee, että suuri osa osakkeenomistajista ei edes tavoittele kontrolliasemaa yhtiössä, vaan luovuttaa päätösvallan vapaaehtoisesti sitä haluaville. Osakkeiden äänivallan rajoitus saattaakin olla jopa tulevien osakkeenomistajien edun mukaista, jos sen myötä he saavat osakkeen tuottamat taloudelliset oikeudet tavallista alhaisempaan hintaan.<sup>191</sup> Tämä soveltuneekin usein myös joukkorahoitustilanteisiin. Esimerkiksi, kun kuluttaja sijoittaa yritykseen pienen summan, lienee hänen tarkoituksenaan usein pääasiassa tukea liiketoiminnan toteutumista ja kenties tavoitella sen kautta jonkinlaista hyötyä, mutta jättää liiketoiminnan hallinnoiminen perustajajäsenten ammattitaidon varaan.

Koska osakkeen äänioikeuden rajoittaminen vähentää tai poistaa kokonaan omistajansa mahdollisuuden osallistua yhtiön päätöksentekoon, siirtää se siten yrityksen riskiä kyseisten osak-

---

<sup>191</sup> Vahtera 2011, s. 409 ja 416.

keiden omistajille. Näin ollen osakkeiden erilaistaminen on jollakin tavoin perusteltava. Osakkeen hinnan ja äänivallan suhteesta johtuen lienee joukkorahoituksella tarjottavien osakkeiden tuoman äänioikeuden osittainen tai täysi rajoittaminen kompensoitava osakkeen merkintähinnassa, jotta sijoittajat katsovat sijoituksen mukanaan tuoman riskinoton kannattavaksi ja osakeomistuksen omalta kannaltaan hyödylliseksi. Äänioikeuden rajoittamisen hyvittäminen osakkeen hinnassa katsotaan olevan myös yhdenvertaisuusperiaatteen mukaista<sup>192</sup>. Perustajajäsen-ten tuleekin miettiä, minkälaisen hinnan he ovat valmiita maksamaan yhtiön määräysvallan säilyttämisestä, eli miten äänivallanrajoitus hyvitetään sijoittajille, jotta he kiinnostuvat yrityksen rahoittamisesta. Täysin äänivallattomien osakkeiden käytön yhteydessä sijoituksen finanssi- luonnetta lienee hyvä pyrkiä jollakin keinoin korostamaan joukkorahoittajien kannalta hyödyllisenä asiana.

Kun uusien osakkeenomistajien äänioikeuden rajoittaminen saattaa olla hyödyllistä yhtiön kontrollivallan keskittämisen kannalta, ei osakkeiden erilaistamista osakkeiden tuomien taloudellisten oikeuksien suhteen voitane pitää oman pääoman ehtoisessa joukkorahoituksessa lähtökohtaisesti kannattavana. Vaikka joukkorahoittajia sijoituksen tekemiseen saattaa taloudellisen hyödyn tavoittelun lisäksi (tai joskus jopa sen sijaan) motivoida tunneperäiset seikat, lienee osakelajien erilaistaminen esimerkiksi joukkosijoittajien osinko-oikeuksia heikentämällä suhteellisen riskialtista. Liiketoiminnan rahoitus saattaa jäädä kokonaan saamatta ja liiketoiminta käynnistymättä, jos potentiaaliset sijoittajat eivät osakkeiden olemattomien osinko-oikeuksien vuoksi sijoita varojaan yritykseen. Oletusarvoisesti rationaalinen sijoittaja tavanomaisesti punninee sijoituksen riskiä sen tuotto-odotusten suhteen, ja myös oman pääoman ehtoisessa joukkorahoituksessa mahdollisuus taloudellisen hyödyn saavuttamiseen toimii yhtenä tärkeimpänä kannustimena sijoituspäätöksen tekemiseen.

Monesti taloudellisten oikeuksien rajoittamisen sijasta kyseisiä oikeuksia parantamalla saadaan päinvastaisesti hyvittää vähemmistöosakkeenomistajien yhtiön kontrollimahdollisuuksien vähentämistä. Äänioikeuden rajoittamisen hyvittäminen esimerkiksi yhtiökokouksesta riippumattomilla osinko-oikeuksilla lienee joukkorahoitusta hakevan alkuvaiheen yrityksen osalta kuitenkin epätarkoituksenmukaista jaettavien varojen kertymisen ollessa vielä varsin epävarmaa. Taloudellisten etujen sijaan oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta hakevan yrityksen harjoittamasta liiketoiminnasta riippuen, yritykset saattavat tarjota sijoittajille jonkinlaista

---

<sup>192</sup> Mähönen – Villa 2012, s 177.

konkreettista hyötyä tehdyn sijoituksen vastikkeeksi. Tällaiset hyödyt, esimerkiksi tuote-etuedet tai alennukset, jotka ovat liiketoiminnan kannalta sangen vähäpätöisiä, saattavat sijoittajien näkökulmasta olla hyvinkin houkuttelevia ja kiinnostavia ja vaikuttaa merkittävästikin heidän sijoituspäätökseensä.

Joukkorahoituksen toimintalogiikkaa ajatellen yrityksen kannalta huomionarvoista on vielä se, että osakkeiden erilajistaminen niiden tuottaman äänivallan suhteen ei kuitenkaan automaattisesti poissulje sitä, että sijoittajat voidaan nähdä joukkorahoituksen idean mukaisesti myös arvokkaina informaationlähteinä, joita halutaan hyödyntää yhtiön muissakin prosesseissa kuin rahoituksessa. Erilajisista osakkeista huolimatta joukkosijoittajia voidaankin tarvittaessa pyrkiä osallistamaan yrityksen toimintaan aktiivisestikin ja hyödyntää heidän näkemyksiään ja ideoita lopullisen päätösvallan jäädessä kuitenkin perustajajäsenille.

OYL:n mukaisista *vaihdannanrajoituslausekkeilla* perustajajäsenten on mahdollista rajoittaa osakkeiden vaihdantaoikeutta sekä kontrolloida sitä, kuka yhtiön osakkeenomistajaksi pääsee ja siten säilyttää yhtiössä vallitsevat määräysvaltasuhteet. Jos yhtiöjärjestyksessä on erilajistettu osakkeita, voidaan vaihdannanrajoitus osoittaa koskeväksi ainoastaan jotakin tiettyä osakesarjaa. Vaihdannanrajoitus voidaan kohdistaa joukkorahoituksen kautta tullessiin uusiin osakkeenomistajiin, mutta tarpeenmukaisempaa yhtiön määräysvaltasuhteiden säilyttämisen kannalta kuitenkin lienee, että vaihdannanrajoitus kohdistetaan erityisesti perustajajäsenten osakkeisiin, jotta kukaan perustajajäsenistä ei voi siirtää äänivaltaisia osakkeitaan – ja samalla yhtiön määräysvaltaa – ulkopuoliselle. Koska joukkorahoituksen kautta yhtiön osakas pohja voi muodostua sangen laajaksi ja jälkimarkkinoilla tapahtuvien osakevaihdosten myötä mahdollisesti muuttuvaksi, osake- ja omistajaluettelon ajan tasalla pitäminen saattaa osoittautua haastavaksi ja muun muassa valmius uusien rahoituskierrosten järjestämiseen tai yritysmyyntiin alentua, jos uudet osakkeenomistajat voivat siirtää osakkeitaan eteenpäin rajoituksitta<sup>193</sup>. Tässä suhteessa myös uusien osakkeenomistajien osakkeiden vaihdannan rajoittaminen saattaa olla hyvinkin hyödyllistä joukkorahoitusta hyödyntävän yrityksen kannalta, kun yhtiön osake- ja osakasluettelon muutoksia voidaan siten paremmin valvoa ja kontrolloida.

Lunastuslausekkeen käytön osalta huomionarvoista on, että jos perustajajäsenet eivät ole yhtiöjärjestyksessä eritelleet lausekkeen sisältöä tarkemmin, tulee heidän ottaa sovellettavaksi tule-

---

<sup>193</sup> Ks. esim. VM:n raportti 2014, s. 14.

vat OYL:n olettasäännökset tarkoin huomioon. Lunastushinnan määrittäminen ja valmius osakkeiden lunastamiseen on myös harkittava ja huomioitava etukäteen sillä tavoin, että hinta vastaisi lunastukseen oikeutettujen maksukykyä, mutta ei olisi vähemmistönsuojan kannalta kohtuuttoman alhainen. Lisäksi erityisesti mahdolliseen perustajaosakkeenomistajien osakkeiden lunastamiseen tulee olla varauduttu ajoissa. Perustajajäsenet omistavat tavallisesti enemmistön yhtiön osakkeista, ja heidän osakkeensa voivat olla myös esimerkiksi äänioikeuksiensa suhteen tuottoisempia kuin vähemmistöosakkeenomistajien osakkeet, jolloin myös perustajajäsenten luovuttaessa osakkeitaan eteenpäin lienee niiden takaisinlunastushinta suhteellisen korkea.

Suostumuslauseke saattaa olla hyödyllinen varokeino sellaisten tilanteiden varalle, joissa yhtiöllä tai lunastukseen oikeutetuilla osakkeenomistajilla ei ole varaa osakkeiden lunastamiseen. Jos joukkorahoitusta hyödyntävän yhtiön kanta on selkeästi se, että suostumuslausekeanomukset hylätään, lienee todennäköistä, että suostumuslauseke estää osakkeiden myymisen suhteellisen tehokkaasti. Jos suostumuslauseke on kohdistettu joukkorahoittajien osakkeita koskeväksi, saattaa kyseinen yhtälö kuitenkin toisaalta vähentää joukkorahoittajien mielenkiintoa yhtiötä kohtaan, jos osakkeen siirtäminen ja sitä myötä sen mahdollinen arvonnousun realisointi tehdään suostumuslausekkeen avulla käytännössä mahdottomaksi. Jos osakkeenomistajan mahdollisuus konkretisoida sijoittamalleen pääomalle yrityksen menestyessä kertyvä lisäarvo vaihdannan estämisellä osittain poistetaan, voi riskisijoituksen tekeminen potentiaaliseen kasvuyritykseen menettää olennaisesti merkitystään joukkorahoittajien silmissä. Koska lunastuslauseke ei sinänsä estä joukkosijoittajia myymästä osakkeitaan mahdollisuuden tullen eteenpäin, ei se siten vaikuttane samalla tavoin negatiivisesti joukkorahoittajien sijoituspäätökseen. Joukkorahoitusta hakevan yhtiön onkin syytä harkita, ottaako se yhtiöjärjestykseen joukkorahoituksella tarjottavia osakkeita koskevaa suostumuslauseketta, jos riskinä on, että sijoittajat eivät silloin kiinnostu yhtiön rahoittamisesta ainakaan samassa määrin kuin tilanteessa, jossa lauseketta ei olisi.

OYL:n mukaisista vaihdannanrajoituslausekkeista *Invesdorin* kautta joukkorahoitusta hakeneet yritykset ovat tietävästi hyödyntäneet ainoastaan OYL:n 3 luvun 7 §:n mukaista lunastuslauseketta, jota on käytetty pääasiassa estämään yhtiöiden kaikkien osakkeiden siirtyminen vallitsevan osakkeenomistajapiirin ulkopuolelle. Lunastuslausekkeella on luotu ensisijaisesti muille osakkeenomistajille tai toissijaisesti yhtiölle oikeus lunastaa muulta omistajalta kuin yhtiöltä toiselle siirtyvä osake. Lunastuslausekkeen sisältämiä määräyksiä on yrityskohtaisesti joko eritelty hyvinkin tarkasti tai yhtiöjärjestyksen on vain kirjattu maininta OYL:n lunastukseen so-

vellettävien määräysten noudattamisesta. Lunastuslausekkeessa osakkeenomistajan lunastusoikeus on ollut tavanomaisesti ensisijainen yhtiön oikeuteen nähden ja lunastushinta on määritelty erilaisin tavoin, esimerkiksi yhtiön viimeisessä osakeannissa olleen osakkeen merkintähinnan tai osakkeen käyvän hinnan mukaan. Käypä hinta on tavallisesti todettu olevan siirronsaajan osakkeesta maksama hinta, jollei muuta ole näytetty toteen.<sup>194</sup>

Perinteisesti pääomasijoittajat tekevät sijoituksensa yritykseen usein joksikin määräajaksi, jonka aikana heidän tavoitteenaan on kohdeyrityksen arvonnousun kautta saada sijoittamilleen varoilleen mahdollisimman hyvä tuotto. Määräajan päätyttyä sijoittaja sitten, usein ennalta sovitun irtautumissuunnitelman mukaisesti, voi realisoida tuoton yhtiöstä irtautuessaan.<sup>195</sup> Myös oman pääoman ehtoissa joukkorahoituksessa *sijoitusten määräaikaistaminen* voi olla sekä perustajajäsenten että joukkorahoittajien kannalta vartenotettava toimi. Koska joukkorahoituksella ostettujen osakkeiden jälkimarkkinat saattavat olla varsin tehottomat, voi ennalta tiedossa oleva irtaantumismahdollisuus yhtiöstä olla joukkorahoittajalle sangen hyödyllinen vaihtoehto. Näin, jos yhtiön toiminta osoittautuu menestyksekkääksi, voi sijoittaja määräajan päätyttyä realisoida yrityksen arvonnousun myötä saavutetun voiton. Sijoituksen määräaikaistamisella yritys taas saa asetettua joukkorahoittajien voitolle katon ja samalla se tietyn ajan kuluttua ”pääsee eroon” suuresta määrästä osakkeenomistajia.

Esimerkiksi yhtiöjärjestykseen kirjattujen yhtiön omien osakkeiden *lunastus- tai hankintaehto-*jen hyödyntäminen voidaan nähdä vartenotettavana vaihtoehtona joukkorahoittajien osakeomistuksen määräaikaistamisessa<sup>196</sup>. Tällöin yhtiö tai sen perustajaosakkeenomistajat voivat lunastaa tai hankkia joukkorahoittajien osakkeet itselleen esimerkiksi yhtiöjärjestyksessä ennalta sovitun määräajan jälkeen. Hankintaehdolla yhtiö tarjoutuu ostamaan omia osakkeitaan, kun taas lunastamishdolla osakkeet voidaan ottaa yhtiölle pakolla. Lunastamishdon käyttöä voidaankin pitää yhtiön kannalta parempana vaihtoehtona, kun se ei silloin tarvitse osakkeiden lunastamisen toteuttamiseksi enää joukkorahoittajien erillistä suostumusta. Sijoitus voidaan myös määräaikaistaa joko ehdottomasti päättyvänä tai vaihtoehtoisesti sijoituksen päättämiseksi voidaan asettaa harkintavara; jos lunastus määritellään oikeudeksi, on yhtiöllä mahdollisuus päättää toimintansa aikana haluaako se lunastamalla osakkeet maksaa sijoittajilta keräämänsä pääoman takaisin, mutta velvollisuudeksi määritellyssä ehdossa tätä harkintamahdollisuutta ei

---

<sup>194</sup> Invesdor.com. Sijoituskohteet.

<sup>195</sup> Lauriala 2004, s. 199.

<sup>196</sup> Tavallisesti käytettyjä pääomasijoituksesta irtautumisen tapoja ovat Laurialan mukaan yrityskauppa, pörssilistautuminen, osakkeiden lunastus sekä sijoituksen epäonnistumisen kautta esimerkiksi yhtiön konkurssi. Lauriala 2004, s. 199–200.

ole. Osakkeita takaisin lunastettaessa yhtiöllä on oltava tarvittavat varat osakkeiden hankkimiseen, joten yrityksen pääomavarojen on tällöin oltava kohtalaisen suuret. Osaltaan jo tästä johtuen lunastusehto lienee tarkoituksenmukaista määritellä yhtiön oikeudeksi, jotta velvollisuus ei osoittautuisi esimerkiksi toimintaansa vasta aloittelevan yrityksen kannalta kestävämmäksi varojen mahdollisen riittämättömyyden vuoksi. Takaisin lunastettavista osakkeista maksettavan vastikkeen laskemisessa käytettävät perusteet on harkittava tarkoin ja määriteltävä etukäteen, jotta vastikkeen arvo vastaisi sekä yhtiön tarkoitusta että joukkorahoittajien sijoitukselle asettamia tavoitteita.

Kääntöpuolena sijoituksen määräaikaistamisessa on se, että etenkin alkuvaiheen yritysten kohdalla on varsin mahdollista, että yritys ei saavutakaan tavoiteltua menestystä lainkaan tai se ei tavoita sitä sijoitukselle asetetussa määräajassa. Tällöin on mahdollista, että joukkorahoittajat eivät saa tekemälleen sijoitukselle minkäänlaista tuottoa ja lisäksi menettävät sijoittamansa summan. Sijoituksen määräaikaistaminen onkin siis suhteellisen riskialtis, mutta mahdollisesti sijoittajalle myös varsin kannattava vaihtoehto yrityksestä irtautumiseksi ja sijoitukselle kertyneen tuoton realisoinniseksi, jos toimivien jälkimarkkinoiden puuttuessa tuoton realisointi muutoin osoittautuu hankalaksi. Etenkin nopean ja voimakkaan kasvupotentiaalin omaavissa yrityksissä sijoituksen määräaikaistaminen voidaan nähdä asianmukaisena vaihtoehtona sekä yrityksen perustajajäsenten että joukkorahoittajien kannalta. Olennaisten tärkeää onkin yhtiön perustajajäsenten kyky vakuuttaa potentiaaliset joukkorahoittajat yrityksen kasvupotentiaalista sekä yrityksen taustahenkilöiden ammattitaidosta ja osaamisesta.

Pääomasijoittamisen osalta *osakassopimuksilla* on yleisesti nähty olevan merkittävä rooli pääomasijoittajan riskinhallinnan kannalta. Perinteisesti suurilla summilla sijoittavien pääomasijoittajien intressissä on ollut yrityksen hallintoon osallistuminen ja sitä kautta yhtiön toiminnan ohjaamisen välityksellä sijoitustensa arvonnousun varmistaminen. Osakassopimuksessa pääomasijoittajien oikeuksista sopimalla onkin perinteisesti taattu pääomasijoittajien kontrollimahdollisuudet yhtiössä.<sup>197</sup> Joukkorahoituksen kautta pääomaa yritykseen sijoittavien osakkeenomistajien osalta tilanne voidaan kuitenkin nähdä jokseenkin päinvastaisena; oman pääoman ehtoisessa joukkorahoituksessa osakassopimusta voidaan pitää pääasiassa yhtiön perustajaosakkeenomistajien välineenä hallita sijoittajajoukkoa ja sen mahdollisuuksia vaikuttaa yhtiön hallinnoimiseen ja sen tulevaisuuden liiketoimintaan.

---

<sup>197</sup> Lauriala 2004, s. 159–160.



Osakassopimuksella voidaan lähtökohtaisesti sopia rajoituksitta sellaisista asioista, joista ei yhtiöjärjestyksessä voida OYL:n rajoitusten vuoksi sopia. Osakassopimuksella voidaankin sopia yhtiöjärjestystä kattavammin ja joustavammin esimerkiksi vaihdannanrajoituslausekkeiden sisällöstä ja laajuudesta. Osakassopimuksen vaihdannanrajoituslausekkeilla osakkeiden omistusta ja myyntiä kontrolloimalla sopimukseen sitoutuneet voivat suojautua osakkeiden vapaasta vaihdannasta liiketoiminnalle tai yhtiön valtarakenteille aiheutuvilta riskeiltä<sup>198</sup>. Joukkorahoitusta hyödyntävässä yhtiössä näitä keinoja saattaa olla hyödyllistä soveltaa sekä joukkorahoitajiin että perustajajäsenten välisiin suhteisiin.

Tulevia osakkeenomistajia ei voida velvoittaa liittymään osakassopimukseen yhtiöjärjestyksen määräyksellä<sup>199</sup>, mutta osakassopimuksessa voidaan esimerkiksi määrätä, että sopimuksen osapuolena oleva osakkeenomistaja ei saa siirtää osakkeitaan osapuolelle, joka ei ole sitoutunut osakassopimukseen. Esimerkiksi *Invesdorin* kautta tehdyissä onnistuneissa joukkorahoituskierroksissa sijoittajien nähtävillä olevat osakassopimukset ikään kuin velvoittavat joukkorahoittajat liittymään osakassopimukseen, kun yhtiön ja sen perustajajäsenten välille on ennalta laadittu osakassopimus, jolla on kielletty osakkeiden siirto sellaiselle taholle, joka ei kyseiseen osakassopimukseen ole sitoutunut. Tästä johtuen, vaikka joukkorahoittajia ei sinänsä voida määrätä sitoutumaan osakassopimukseen, on käytännössä osakkeenomistajiksi haluavien siihen liittyttävä erillisellä liittymissopimuksella (engl. *adherence agreement*) osakkeita merkitessään.<sup>200</sup>

Jos joukkorahoitusta hakevan yrityksen intresseissä on tulevaisuudessa tavoitella kasvua ja toteuttaa uusia rahoituskierroksia tai esimerkiksi yrityksen mahdollisen menestyksen seurauksena kenties myydä yritys, voidaan osakassopimuksilla hallita kyseisten suunnitelmien toteutusta suhteellisen tehokkaasti. Tulevaisuuden yritysjärjestelyjen tai -myynnin suhteen osakassopimuksissa voidaan muun muassa sopia, että sopimusosapuolten on toimillaan ja äänestyskäytöksellään tuettava yritysjärjestelyjen tehokasta toteutumista. Tällä tavoin voidaan etukäteen varmistaa, että esimerkiksi OYL:n osakelajikohtainen määräenemmistöpäätösvaatimus ei hankaloita liiketoiminnan järjestelyjä.

*Invesdorin* avulla tehdyissä osakassopimuksissa on esimerkiksi määrätty, että irtautumistilanteissa, kuten yritysmyyynnissä tai sulautumisessa, jonka jälkeen osakkeenomistajat omistavat

---

<sup>198</sup> Ks. esim. Vahtera 2011, s. 294.

<sup>199</sup> Pönkä 2008, s. 49–50.

<sup>200</sup> Invesdor.com. Sijoituskohteet.

alle 50 % yhtiön (tai jäljelle jäävän oikeushenkilön) osakkeista, osakkeenomistajilla on osakassopimuksen mukaan velvoite toimia hallituksen esittämin tavoin, jotta irtautuminen voidaan suorittaa loppuun mahdollisimman tehokkaasti. Osakassopimuksen allekirjoittamalla osakkeenomistajat ovat myös suostuneet nimeämään hallituksen nimeämän edustajan asiamieheksi, jolla on valta suorittaa tarpeelliset tehtävät irtautumiseksi. Osakkeenomistajat myös sitoutuvat irtautumisen yhteydessä luovuttamaan osakkeensa saatuaan niistä tarkoituksenmukaisen vastikkeen. Sopimus siis velvoittaa osakkeenomistajia lähtemään mukaan mahdollisiin yritysjärjestelyihin ja yritysmyyntiin sopimuksessa sovituin ehdoin. Sopimuksen ehtojen rikkominen on katsottu sopimuksessa vakavaksi sopimusrikkomukseksi.<sup>201</sup> Osakassopimusten sopimusrikkomukset on tarkoituksenmukaista sanktioida aina sopimussakolla, koska seuraamukset sopimusrikkomuksesta aiheutuvat ainoastaan sopimuksessa sovitusti. Osakassopimusta laadittaessa sopimustekniset asiat on tarpeen hallita erinomaisesti, jotta sopimus vastaisi mahdollisimman hyvin laatijoidensa tarkoitusta eikä esimerkiksi epäselviä sopimusehtoja esiintyisi. Myös esimerkiksi vakioehtoja käytettäessä tulee ottaa huomioon, että kuluttajasopimusten kohtuuttomista ehdoista annetun direktiivin (93/13/ETY) mukaisesti vakioehtojen kohtuuttomat lausekkeet eivät sido kuluttajia.

Uusia osakkeenomistajia sitovan osakassopimuksen lisäksi yhtiön perustajajäsenet voivat sopia keskinäisellä osakassopimuksella vapaasti esimerkiksi omasta äänestämiskäyttäytymisestään ja yhtiön hallinnoimisesta. Tämä saattaa olla hyödyllistä juuri joukkorahoitustilanteissa, joissa yhtiön osakkeet ovat jakautuneet monen osakkeenomistajan kesken, mutta perustajajäsenet haluavat säilyttää yhtiössä vallitsevan kontrollivaltarakenteen ennallaan<sup>202</sup>. Äänestämiskäyttäytymisestä sopiminen saattaakin olla varsin tarpeellista yhtiön tehokkaan toiminnan kannalta. Osakassopimuksella perustajajäsenet voivat sopia esimerkiksi yhtiön hallituksen jäsenten valinnasta, eli siitä miten he yhtiöjärjestyksessä asian suhteen äänestävät. Perustajajäsenten välinen osakassopimus nähdäänkin tarkoituksenmukaisena, jotta hallituksen valinnan myötä hallituksen päätöksenteko vastaisi mahdollisimman hyvin esimerkiksi edellä mainitussa irtautumistilanteessa perustajajäsenten tahtoa<sup>203</sup>. Perustajajäsenet voivat sopia keskenään myös esimerkiksi omien osakkeidensa myymisestä ja sen rajoittamisesta sekä yhtiön varojen jaosta. Keskinäisillä

---

<sup>201</sup> Invesdor.com. Sijoituskohteet.

<sup>202</sup> Ks. esim. Helminen 1995, s. 22–23.

<sup>203</sup> Tarkoituksenmukaista on tässäkin kohden kuitenkin huomioida, että hallituksen tehtävä on ajaa koko yhtiön, eli kaikkien osakkeenomistajien etua.

sopimuksilla perustajajäsenet saattavat siten varmistaa, että heidän keskenään sopimansa päämäärät ja tavoitteet pitävät myös ajan myötä. Etenkin, jos yrityksessä on useampi perustajajäsen, lienee heidän hyvä myös sopia yhtiössä noudatettavista pelisäännöistä keskenään.

Jos joukkorahoituksella yhtiön osakkeenomistajiksi tulleiden oikeuksia rajoitetaan – yhtiöjärjestyksellä tai osakassopimuksella – on kuitenkin tärkeää pyrkiä varmistamaan, että osakkeenomistajien oikeuksien rajoittaminen ei vesitä itse rahoituksen saantia. Esimerkiksi osakkeiden vapaan luovutettavuuden periaate antaa osakkeenomistajalle keinon hallita sijoitusriskiään, ja jos tätä oikeutta rajoitetaan, saattaa se vähentää potentiaalisten sijoittajien kiinnostusta joukkorahoitukseen osallistumiseen. Osakkeiden vaihdannanrajoituksen kannalta yhtiöjärjestyksen vaihdannanrajoituslausekkeet antavat ainakin lähtökohtaisesti osakkeenomistajalle oikeuden osakkeensa siirtoon, mutta osakassopimuksella tämä oikeus voidaan poistaa esimerkiksi kokonaan. Osakkeiden täys siirtokielto saattaa olla käyttökelpoinen joukkorahoitusta hakevan alkuvaiheen yrityksen ensimmäisten vuosien aikana, mutta koska sijoittajien intressissä on usein osakkeen tuomien osinko-oikeuksien lisäksi osakkeiden mahdollisen arvonnousun realisoiminen, ei pitkään jatkuva täysvaihdantakielto siten useinkaan palvele vähemmistöosakkeenomistajien intressiä ja se saatetaan tulkita myös kohtuuttomaksi. Vaihdantarajoitusten käyttöä harjoitessa tulee huomioida, että rajoitukset saattavat vaikuttaa kielteisesti joukkorahoittajien sijoittamispäätökseen, etenkin jos sijoituksen arvonnousun realisointimahdollisuus poistetaan estämällä osakkeiden vaihdanta kokonaan.

Toisaalta taas, koska joukkorahoituksessa osakkeiden jälkimarkkinat ovat tavallisesti tehottomat ja osakkeiden eteenpäin myyminen vaikeaa, voidaan esimerkiksi osakassopimusten avulla varmistettavien yhtiön irtaantumistilanteiden toteuttaminen nähdä myös joukkorahoittajien kannalta hyödyllisenä, jos he sitä kautta pystyvät realisoimaan sijoituksensa arvonnousun.

Kaiken kaikkiaan omaa pääomaansa joukkorahoituksen avulla kerryttävän yrityksen tulee pohdita pitkän aikavälin tavoitteitaan ja niitä keinoja, joilla se ne voi mahdollisimman tehokkaasti saavuttaa. Jos yhtiöiden perustajajäsenten intressissä on hyödyntää joukkorahoittajia ainoastaan pääomarahoituksen hankkimisessa ja yhtiön määräysvalta halutaan säilyttää pysyvästi keskitettynä yhtiön perustajajäsenillä, on heidän ennen joukkorahoitusprosessiin ryhtymistään tarpeen perehtyä edellä esiteltyihin yhtiön hallinnan keinoihin. Yhtiö voi esimerkiksi erilaistaa osakesarjoja, jolloin joukkorahoittajille tarjottavat osakkeet tuottavat omistajilleen vähemmän äänivaltaa yhtiössä tai kontrolloida osakkeiden vaihdantaa ja yhtiön määräysvaltasuhteita erilaisin,

joko yhtiöjärjestykseen tai osakassopimukseen otetuin, rajoituslausekkein. Myös yrityksen perustajaosakkeenomistajien on syytä sopia muun muassa keskinäisistä äänestämistavoistaan ja mahdollisuuksista äänivaltaisten osakkeidensa luovuttamiseen. Yhtiöjärjestyksen vaihdannan rajoituslausekkeiden avulla tai erikseen asiasta sopimalla perustajajäsenet voivat niin tarpeelliseksi katsoessaan varmistaa, että osake-enemmistö ja äänivalta pysyvät sovitun omistajapiirin hallussa.

Erilaisia näkökulmia vertaillen perustajajäsenten tulee punnita yhtiön etua sijoittajille suotavien oikeuksien suhteen pyrkimällä kuitenkin viimekädessä varmistamaan sijoittajien kiinnostus ja pääomarahoituksen saanti. Joukkorahoitukseen osallistumisen on oltava potentiaalisten sijoittajien kannalta kiinnostava ja myös heidän tavoitteitaan vastaava. Harva sijoittaja tuskin – ainakaan tietoisesti – tekee sellaista sijoitusta, josta hänen ei ole alun perinkään mahdollista saada hyötyä. Perustajajäsenten on arvioitava, miten potentiaaliset joukkorahoittajat suhtautuvat osakkeenomistuksen ehtoihin ja hyötyihin, ja heidän on tarvittaessa hyvitetävä oikeuksien rajoittaminen taloudellisin keinoin esimerkiksi osakkeen merkintähinnassa tai jonkinlaisten pienikokoisten etuuksien myöntämisen kautta.

Jos yritys on liiketoimintansa kasvun suhteen luottavainen ja sen strategisissa tavoitteissa on maksaa joukkorahoittajien sijoittama pääoma tietyssä määräajassa takaisin, saattaa se hyödyntää sijoittajien irtautumiseen esimerkiksi yhtiöjärjestykseen otettavaa lunastusehtoa. Jos yrityksen kasvun voimakkuus on tavoitellun mukaista, lunastukseen oikeuttavan ehdon avulla yhtiö voi ”ostaa sijoittajat ulos” yrityksestä sovitun määräajan mukaisesti. Näin myös joukkorahoittajat saavat yhtiöstä irtautuessaan realisoitua sijoituksensa arvon nousun. Toisaalta yrityksen on kuitenkin syytä laatia lunastusehto sellaiseksi, että siitä voidaan tarvittaessa poiketa, jos yrityksen liiketoiminta ei osoittaudukaan tarkoitetulla tavalla kannattavaksi eikä tarvittavia varoja osakkeiden lunastamiseen ole saatavilla.

Vaikka erilaisten hallinnoimiskeinojen käyttöä voitaneen useimmissa oman pääoman ehtoisissa joukkorahoitustapauksissa pitää yrityksen toiminnan tehokkaan järjestämisen kannalta suotavana, on joukkorahoituksella mahdollista tarjota osakkeita myös ilman minkäänlaisia rajoitteita. Siten uudet osakkeenomistajat saavat yhtiössä osakkeiden tuomien oikeuksien suhteen tasavertaisen aseman perustajajäseniin nähden. Tässäkin tapauksessa osakkeita tarjottaneen kuitenkin siinä suhteessa, että uusien osakkeenomistajien osuus yhtiön kaikista osakkeista jää vähemmistöön, jolloin perustajajäsenillä on kaikesta huolimatta enemmistövalta yhtiössä. Mahdollista myös on, että joukkorahoittajien intressissä ei edes ole puuttua yhtiön hallinnoimiseen

esimerkiksi siitä koituvien kustannusten vuoksi, vaan he luovuttavat sen mielellään yhtiön johdon ja perustajajäsenten asiantuntemuksen varaan. Ilman hallinnan kontrolloikeinojen käyttöä joukkorahoitusosakkeiden vapaata vaihdettavuutta ei voida rajoittaa, mutta toisaalta, koska joukkorahoituksen kautta hankittujen osakkeiden jälkimarkkinat ovat vielä tällä hetkellä usein varsin tehottomat, tai vaihtoehtoisesti joukkorahoitusalan kontrolloimat<sup>204</sup>, on varsin mahdollista, että osakkeet pysyvät alkuperäisillä omistajillaan pitkänkin aikaa tai niiden liikkeitä voidaan jälkimmäisen vaihtoehdon avulla seurata vaivattomammin.

---

<sup>204</sup> Esimerkkinä Invesdorin ja Privanet-pankkiiriliikkeen ylläpitämä jälkimarkkinapaikka.

## 5 Osakkeiden yleisölle tarjoaminen ja markkinointi oman pää- oman ehtoissa joukkorahoituksessa

### 5.1 Arvopaperimarkkinoiden sääntely

Joukkorahoituksen avulla harjoitettu osakekauppaa lukeutuu arvopaperimarkkinoihin, jotka ovat lähestulkoon kaikkialla maailmassa hyvin tiukasti säänneltyjä. Arvopaperimarkkinoiden tehtävä osana rahoitusmarkkinoita on mahdollistaa pääomien kerääminen, riskin jakaminen sekä yritysten tarkkailu ja valvonta<sup>205</sup>. Arvopaperimarkkinoihin kohdistuvalla sääntelyllä pyritään turvaamaan markkinoiden tehokkuus ja puolueettomuus sekä sijoittajien suoja ja luottamus markkinoiden toimivuuteen<sup>206</sup>. Yhteiskunnan kokonaishyödyn kannalta on tärkeää, että varallisuus allokoituu mahdollisimman kannattavasti. Arvopaperimarkkinoiden keskeisenä kustannuksena ja kaupankäynnin hidasteena voidaan pitää oikean ja riittävän tiedon saantia niin yrityksestä kuin markkinoista ja hinnoistakin. Jos kaivattua tietoa ei ole saatavilla riittävän tehokkaasti, sijoittajien varat saattavat ohjautua tehottomasti tai he jättävät varansa kokonaan sijoittamatta, jolloin muun muassa yhteiskunnalle koituva kokonaishyöty pienenee. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyn tarkoituksena on varmistaa luottamus markkinoilla takaamalla kaikille yhtäläiset tiedot ja kaupankäyntimahdollisuudet muun muassa arvopapereita tarjoaville yhtiöille asetetun tiedonantovelvollisuuden avulla.<sup>207</sup>

Arvopaperimarkkinoita on Suomessa säännelty lain voimin vasta vuodesta 1989, jolloin ensimmäinen arvopaperimarkkinoita koskeva erityislaki (26.5.1989/495, jäljempänä VAML) säädettiin. Tällä hetkellä olennaisimmat osakkeiden tarjoamista koskevat määräykset löytyvät arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksen myötä vuoden 2013 alussa voimaan tulleesta AML:sta. Arvopaperimarkkinalainsäädännön lähtökohdaksi on mainittu suomalaisilla markkinoilla toimivien edut ja kilpailukykyisen toimintaympäristön turvaamisen tärkeys sekä muun muassa kustannustehokkaan markkinarahoituksen hankkimisen varmistaminen suomalaisten yritysten kasvun mahdollistajana.<sup>208</sup> Suomen arvopaperimarkkinoiden sääntely pohjaa suurelta osin EU-tason sääntelyyn ja on siten yhteneväistä muiden EU- ja ETA-valtioiden sääntelyn kanssa. Arvopaperimarkkinoita koskevaa lainsäädäntöä täydentää lisäksi ESMA:n sekä

---

<sup>205</sup> Timonen 1997, s. 184; Ks. myös esim. Rudanko 1998, s. 206; Huovinen 2004, s. 3.

<sup>206</sup> HE 157/1988, s. 3–4.

<sup>207</sup> Huovinen, 2004, s. 3–4.

<sup>208</sup> HE 32/2012, s. 9–10.

Fivan ohjeet ja lain tulkinnat. Fiva ja ESMA myös valvovat arvopaperimarkkinoita ja niiden toimintaa Suomessa.

Osakkeita tarjottaessa joukkorahoituksen kautta suurelle yleisölle, on yhtiön otettava huomioon AML:n sääntely ja sen asettamat rajoitteet, jotta yhtiölle ei jälkikäteen aiheudu vaateita rajoitteiden laiminlyönneistä. Tutkielmassa tarkasteltavan yksityisen osakeyhtiön oman pääoman ehdoisella joukkorahoituksella toteuttaman osakeannin kannalta AML:n tärkeimpiä soveltuvia säännöksiä ovat lain I osan yleissäännösten<sup>209</sup> lisäksi II osan 3–5 luvun esitettä (engl. *prospectus*) koskevat määräykset. Esitesääntely perustuu pääosin Euroopan parlamentin ja neuvoston esitedirektiiviin (2003/71/EY) ja sen nojalla annettuun Euroopan komission esiteasetukseen (809/2004), joiden lisäksi VM on antanut asetuksen (20.12.2012/1019, jäljempänä EsiteVMA) AML:n 3–5 luvussa tarkoitettusta esitteestä. Fivan antamien AML:n tulkintaan perustuvien ohjeiden tavoitteena on yhä osaltaan edistää sijoittajien informaation saantia sekä varmistaa, että julkistettava tieto on muun muassa luotettavaa, johdonmukaista, ymmärrettävää ja vertailukelpoista<sup>210</sup>.

## 5.2 Arvopaperimarkkinalainsäädäntö Suomessa

### 5.2.1 Soveltamisala ja tutkielman kannalta keskeiset määritelmät

AML:n 1 luvun 1 §:ssä säädetään informatiivisesti muun muassa lain yleisestä soveltamisalasta sekä arvopaperien yleiseen liikkeeseen saattamisesta ja tiedonantovelvollisuudesta. Hallituksen esityksen mukaan arvopaperien *yleiseen liikkeeseen saattamiseen* luetaan muun muassa uusien arvopaperien liikkeeseen laskun ja jo liikkeeseen laskettujen arvopaperien vaihdannan piiriin saattamisen lisäksi arvopaperien tarjoaminen yleisölle esimerkiksi osakeannin tai osakemyynnin kautta<sup>211</sup>.

*Arvopaperin* määritelmä on esitetty AML:n 2 luvun 1 §:ssä, jonka 1 mom:n mukaan:

Arvopaperilla tarkoitetaan tässä laissa sellaista arvopaperia, joka on vaihdantakelpoinen ja joka on saatettu tai saatetaan yleiseen liikkeeseen useiden samansisältöisistä oikeuksista annettujen arvopaperien kanssa. – –

---

<sup>209</sup> ”Yleissäännöksellä tarkoitetaan säännöstä, joka on kirjoitettu yleiseen muotoon ja joka ilmentää jotakin yleistä periaatetta, vastakohtana konkreettiselle oikeussäännölle, joka sisältää nimenomaisen velvoitteen tai kielon. – – Yleistä periaatetta ilmentävää normia sovelletaan yksittäisessä tapauksessa yhdessä muiden oikeussääntöjen kanssa sovittaen yleinen periaate yksittäistapaukseen.” HE 32/2012, s. 73–74.

<sup>210</sup> Fiva 6/2013, s. 10.

<sup>211</sup> HE 32/2012, s. 94.

Hallituksen esityksen mukaan AML:n mukainen arvopaperin määritelmä vastaa asiallisesti rahoitusvälineiden markkinat -direktiivissä (2004/39/EY, jäljempänä MiFID) määritellyä ”siirtokelpoista arvopaperia”<sup>212 213</sup>, johon myös esitedirektiivin arvopaperin määritelmä perustuu<sup>214</sup>. AML:n 2 luvun 1 §:n 1 mom:n 1 kohdassa arvopapereiksi täsmennetään muun muassa osakeyhtiön osakkeet. Myös esitesääntelyä koskevan AML:n 3 luvun 4 §:n *osakesidonnaisen arvopaperin*<sup>215</sup> määritelmään lukeutuu muun muassa osakeyhtiön osake. Joukkorahoituksella liikkeeseen laskettuja osakkeita pidetään AML:n mukaisina arvopapereina, vaikka jälkimarkkinoiden puute mahdollisesti vähentäisikin niiden vaihdantamahdollisuuksia.

*Liikkeeseenlaskijan* määritelmä lisättiin vuoden 2013 kokonaisuudistuksen yhteydessä AML:in selkeyden parantamiseksi<sup>216</sup>. AML:n 2 luvun 3 §:n mukaan liikkeeseenlaskijalla tarkoitetaan suomalaista tai ulkomaista yhteisöä, joka on laskenut liikkeeseen arvopaperin. Määritelmä on siten laajempi, kuin AML:n 2 luvun 7 §:n pörssiyhtiön määritelmä, joka rajoittuu vain arvopaperinsa säännellylle markkinalle kaupankäynnin kohteeksi asettaneisiin julkisiin osakeyhtiöihin<sup>217</sup>. Liikkeeseenlaskijan määritelmä kattaa pörssiyhtiöiden lisäksi muun muassa myös yksityisten osakeyhtiöiden harjoittaman arvopaperikaupan.

Tutkielman kannalta arvopaperien *yleisölle tarjoamisen* sekä arvopaperien *hakemisen kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle* välinen rajanveto on olennainen. Säännellyllä markkinalla<sup>218</sup> tarkoitetaan AML:n 2 luvun 5 §:n mukaan LKR:n 1 luvun 2 §:n 6 kohdan mukaista kaupankäyntimenettelyä, jonka ylläpitäjänä on LKR:n 1 luvun 2 §:n 4 kohdan mukainen pörssi. Yksityisen osakeyhtiön arvopapereita ei saa OYL:n 1 luvun 1 §:n 2 mom:n mukaan ottaa kaupankäynnin kohteeksi LKR:ssa tarkoitettulle säännellylle markkinalle. Koska tutkielmassa tarkastelussa on yksityisen osakeyhtiön harjoittama oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus, tarkastellaan tässä ainoastaan arvopaperien yleisölle tarjoamista siltä osin, kun siihen *ei* liity arvopaperien hakeminen kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle, eli niin sanottu

---

<sup>212</sup> MiFID 4 artiklan 1 kohdan 18 alakohta.

<sup>213</sup> HE 32/2012, s. 101.

<sup>214</sup> Häyrynen – Kajala 2013, s. 65.

<sup>215</sup> Osakesidonnainen arvopaperi vastaa asiasisällöltään VAML:n 1 luvun 4 §:n 7 mom:n termiä ”oman pääoman ehtoinen arvopaperi”. HE 32/2012, s. 106. Oman pääoman ehtoinen arvopaperi -termiä käytetään myös esitedirektiivin ja -asetuksen suomenkielisessä versiossa.

<sup>216</sup> HE 32/2012, s. 103.

<sup>217</sup> Vrt. myös Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2004/109/EY, annettu 15.12.2004, säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta 2 artiklan 1 kohdan h alakohta.

<sup>218</sup> Säännellyn markkinan termi vastaa VAML:n 1 luvun 3 §:n ”julkisen kaupankäynnin” määritelmää kattaen lisäksi muussa ETA-valtiossa toimivat säännellyt markkinat. HE 32/2012, s. 212.



listalleotto. Kyseinen rajanveto korostuu erityisesti jäljempänä esitettä käsiteltäessä, jonka tarkastelussa keskitytään tutkielman aiheen mukaisesti ainoastaan arvopaperien yleisölle tarjoamiseen.

Arvopaperien *yleisölle tarjoamisesta* säädetään AML:n 2 luvun 12 §:ssä:

Arvopaperien yleisölle tarjoamisella tarkoitetaan tässä laissa henkilölle suunnattua viestintää, jossa annetaan tai jonka tarkoituksena on antaa tarjouksen ehdoista ja tarjotusta arvopaperista riittävät tiedot arvopaperia koskevan osto- tai merkintäpäätöksen tekemiseksi.

Lainkohta perustuu esitedirektiivin 2 artiklan 1 kohdan d alakohtaan<sup>219</sup>, jonka mukaan arvopaperien tarjoamisella yleisölle tarkoitetaan:

– missä tahansa muodossa ja minkä tahansa kanavan kautta henkilöille suunnattua viestintää, jossa tarjouksen ehdoista sekä tarjottavista arvopapereista annetaan riittävät tiedot, jotta sijoittaja voi tehdä päätöksen näiden arvopapereiden ostamisesta tai merkitsemisestä.

Esitedirektiivin mukainen tarjoaminen katsotaan siten aina tavoitteelliseksi arvopaperin myyntiin tai siirtoon tähtääväksi toiminnaksi. Vaikka yleisölle tarjoamisen määritelmä perustuukin esitedirektiiviin, sovelletaan sitä koko AML:in, eikä se siten riipu esitedirektiivin soveltamisalasta. *Yleisöksi* käsitetään hallituksen esityksen mukaisesti ennalta määriteltä tai määräämätön, hyvin laaja kohderyhmä, eikä esimerkiksi kahden osapuolen välinen yksittäinen kauppa ole yleisölle tarjoamista.<sup>220</sup>

AML:n 3 luvun 5 §:n *kokeneen sijoittajan* määritelmä vastaa asiasisällöltään VAML:n 1 luvun 4 §:n 6 mom:n kokeneen sijoittajan määritelmää<sup>221</sup>. Kokenut sijoittaja ymmärretään AML:n 3 luvun 5 §:n mukaisesti sijoituspalvelulain 1 luvun 18 §:n mukaiseksi ammattimaiseksi asiakkaaksi tai saman lain 1 luvun 19 §:n mukaiseksi hyväksyttäväksi vastapuoleksi<sup>222</sup>. Kokeneita sijoittajia ovat esimerkiksi luottolaitokset ja vakuutusyhtiöt, valtiot ja niiden keskuspankit sekä kunnat. Myös yksityishenkilö voi tietyin edellytyksin tulla pyynnöstään luokitelluksi kokeneeksi sijoittajaksi. Fiva pitää rekisteriä kokeneista sijoittajista.<sup>223</sup> *Ei-kokenut* tai *ei-ammattimainen sijoittaja* ymmärretään muuksi kuin kokeneeksi sijoittajaksi.

---

<sup>219</sup> HE 32/2012, s. 105.

<sup>220</sup> HE 32/2012, s. 105. Ks. myös Fiva 6/2013, s. 14.

<sup>221</sup> HE 32/2012, s. 107.

<sup>222</sup> Määritelmä vastaa myös MiFID:n kokeneen sijoittajan ja hyväksytyn vastapuolen määritelmiä.

<sup>223</sup> HE 32/2012, s. 11.

Fiva on antamissaan ohjeistuksissa täsmentänyt arvopaperien yleisölle tarjoamista. Fivan tulkinnan mukaan ainoastaan tiedon välitystarkoituksessa annettavaa tietoa ei pidetä yleisölle tarjoamisena, jos sen tavoitteena ei ole arvopaperin tarjoamisen edistäminen. Yleisölle tarjoamisen tunnusmerkit täyttyvät esimerkiksi silloin, kun osakeantia mainostetaan julkisissa tiedotusvälineissä eikä annin kohderyhmää ole ilmoituksessa selkeästi rajattu koskevaksi ainoastaan kokeneita sijoittajia. Myös tapauksia, joissa on julkisesti kerätty yhteystietoja mahdollisilta sijoittajilta, ja joille sitten myöhemmin tarjotaan arvopapereita, saatetaan pitää yleisölle tarjoamisena.<sup>224</sup> Lisäksi hallituksen esityksessä huomautetaan, että edellä mainitun tapaisissa tilanteissa, joissa arvopapereita on ensin markkinoitu ylimalkaisen laajasti, tarjousta voidaan pitää yleisölle tarjoamisena, vaikka lopullinen arvopaperien tarjoaminen kohdistuisikin vain suppeaan, kiinnostuneiden henkilöiden ryhmään, joka ei sinällään täyttäisi yleisön määritelmää<sup>225</sup>.

Oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus on arvopaperien yleisölle tarjoamista, joten edellä mainitut lainkohdat tulevat sovellettaviksi osakeantia toteutettaessa. Joukkorahoituksessa arvopaperien tarjonnan kohteena on useimmiten suuri yleisö, joka koostuu pääosin ei-kokeneista sijoittajista. Kun arvopapereita tarjotaan joukkorahoituksella yleisölle – internetissä tai jollakin muulla tavoin, esimerkiksi jonkin tilaisuuden yhteydessä – tulee arvopapereista ja tarjouksen ehdoista aina antaa riittävät tiedot osto- ja merkintäpäättöksen tekemiseksi. Jos arvopapereista annettavaa tietoa ei haluta tulkittavan yleisölle tarjoamisena, on tärkeää pitää ainoastaan tiedon välitystarkoituksessa annettava tieto ja tavoitteellinen arvopaperin tarjoamisen edistäminen selvästi erillään toisistaan Fivan ohjeistuksia noudattamalla.

### **5.2.2 Arvopaperimarkkinoiden periaatteet ja yleinen tiedonantovelvollisuusvaatimus**

AML:n 1 luvussa säädetään kolmesta keskeisestä yleissäännöksestä: 2 §:n hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kiellosta, 3 §:n kiellosta antaa totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja sekä 4 §:n velvollisuudesta pitää riittävät tiedot tasapuolisesti saatavilla. Tiedonantovelvollisuusvaatimusten tarkoituksena on yhtäältä varmistaa, että sijoittajat saavat riittävät ja johdonmukaisesti julkaistut tiedot arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta sijoituspäättöksen tekoa varten sekä toisaalta turvata sijoittajien tasapuolinen kohtelu sekä markkinoiden toimivuus<sup>226</sup>. Periaatteet kattavat koko lain soveltamisalan ja ne on tärkeä huomioida myös oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta toteutettaessa.

---

<sup>224</sup> Fiva 6/2013, s. 14.

<sup>225</sup> HE 32/2012, s. 105.

<sup>226</sup> Fiva 6/2013, s. 10.

Yleisestä *hyvän arvopaperimarkkinatavan vastaisen menettelyn kiellosta* säädetään AML:n 1 luvun 2 §:ssä<sup>227</sup>. Hallituksen esityksen mukaan kyseisen yleissäännöksen ottamisella lakiin korostettiin sitä, että kaikkien, jotka arvopaperimarkkinoilla toimivat, tulee menetellä tavalla, joka on hyvän markkinatavan mukainen ja sopusoinnussa arvopaperimarkkinalainsäädännön yksityiskohtaisten säännösten sekä lainsäädännön tarkoituksen kanssa. Hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan sellaisia sääntöjä ja periaatteita, joiden noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan valistuneen mielipiteen mukaan on pidettävänä oikeana ja kaikkien markkinaosapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana. Markkinoiden dynaaminen ja alati kehittyvä luonne tekee eri tilanteiden yksityiskohtaisen arvopaperimarkkinasääntelyn mahdottomaksi ja hyvän arvopaperimarkkinatavan sisältö määräytyykin ensisijaisesti markkinoilla ja sen yksittäisten sopimus- ja oikeustoimien käytänteissä.<sup>228</sup>

Yleislausekkeen kiello koskee hallituksen esityksen mukaan esimerkiksi arvopaperien yleiseen liikkeeseen saattamiseen, yleisölle tarjoamiseen, kauppaan sekä arvopapereita koskevan tiedonantovelvollisuuden täyttämiseen liittyviä toimia tai laiminlyöntejä, joihin kaikkiin saattaa liittyä myös markkinointia. Erityisesti hyvän arvopaperimarkkinatavan voidaan nähdä koskevan osakkeiden markkinointia. Markkinoinnin käsite eroaa muun muassa yleisölle tarjoamisen käsitteestä laajuudessaan, ja sillä tarkoitetaan *kaikkea* arvopaperin yleiseen liikkeeseen saattamisen ja vaihdannan edistämiseen tähtäävää toimintaa.<sup>229</sup>

Arvopaperien markkinointia koskee myös AML:n 1 luvun 3 §:n 1 mom:n *kielto antaa totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja*:

Arvopaperien ja muiden rahoitusvälineiden markkinoinnissa ja vaihdannassa, joka tapahtuu elinkeinotoiminnassa, sekä täytettäessä tämän lain mukaista tiedonantovelvollisuutta ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja.

Kiellon soveltamisala kattaa koko lain ja kaikki arvopaperimarkkinoilla – niin ensi- kuin jälkimarkkinoillakin<sup>230</sup> – toimivat, eikä pykälän rikkomisen edellytä minkään nimenomaisen tiedonantovelvollisuutta koskevan säännöksen rikkomista. Säännöksen elinkeinotoiminnan käsite

---

<sup>227</sup> Yleissäännös korvasi VAML:n 2 luvun 1 § 1 mom:n ja 4 luvun 1 §:n 1 mom:n. Ks. lisää HE 32/2012, s. 95–97.

<sup>228</sup> HE 32/2012, s. 94–96.

<sup>229</sup> HE 32/2012, s. 95.

<sup>230</sup> Tässä tutkielmassa huomion kohteena ovat ainoastaan ensimarkkinat.

ymmärretään laajasti ammattimaisesti harjoitetuksi taloudelliseen tulokseen tähtääväksi toiminnaksi.<sup>231</sup>

Lain esitöiden mukaan tieto on *totuudenvastaista*, kun jokin seikka esitetään virheellisellä tai vääristävällä tavalla. Totuudenvastaisuutta arvioidaan objektiivisesti ja tiedon antamishetken tilanteen näkökulmasta, ei siis *ex post* -ajankohdan mukaan. *Harhaanjohtavaa* tiedon puolestaan katsotaan olevan, kun se puutteellisuutensa, esittämistapansa tai muotonsa vuoksi on omiaan antamaan virheellisen käsityksen tiedon vastaanottajalle, vaikka tieto itsessään olisikin totuudenmukainen.<sup>232</sup> Esimerkiksi epäolennaisia seikkoja painottamalla tai vaikenemalla jostakin olennaisesta seikasta saatetaan sijoittajalle antaa virheellinen käsitys asiasta ja johtaa tätä siten harhaan<sup>233</sup>. Toisin kuin tiedon totuudenvastaisuutta, tiedon harhaanjohtavuutta ja vaikuttavuutta arvioidaan subjektiivisesti, vastaanottajan näkökulmasta, ja sitä arvioidaan ankarammin silloin, kun tieto suunnataan suurelle yleisölle, kuin tapauksessa, jossa kohderyhmänä ovat esimerkiksi kokeneet sijoittajat. Ollakseen totuudenvastainen tai harhaanjohtava tiedolta ja sen antamalta käsitykseltä edellytetään lisäksi, että se on omiaan vaikuttamaan sijoittajan sijoituspäätökseen.<sup>234</sup>

Virheellisen tai harhaanjohtavan tiedon oikaisuvelvollisuudesta säädetään AML:n 1 luvun 3 §:n 2 mom:ssa. Momentin mukaan sijoittajan kannalta olennaisesti virheellinen tai harhaanjohtava tieto on korjattava viivytyksettä riittävällä tavalla. Oikaisuvelvollisuus koskee kaikkia niitä, jotka ovat tiedon antaneet. Arvopaperin liikkeeseenlaskijoita velvollisuus koskee vain silloin, kun liikkeeseenlaskija on antanut tiedon itse tai kun tieto on annettu tämän toimeksiannosta, jolloin liikkeeseenlaskija on vastuussa annetusta tiedosta. Jos virheellinen tieto taas on annettu esimerkiksi mainostoimiston tai jonkin muun välikäden virheen johdosta, ei liikkeeseenlaskija ole vastuussa annetusta tiedosta.<sup>235</sup>

Esiteltyjen säännösten mukaisesti arvopaperien markkinoinnin tulee olla hyvän tavan mukaista sekä siinä annettavien tietojen totuudenmukaisia. Osakkeiden markkinointia sekä annetun tiedon oikeellisuutta arvioitaneen joukkorahoituksen kohdalla myös ankarammin, koska sen kohteena on suuri yleisö, joka ei koostu pääasiassa ammattimaisista sijoittajista. Kuluttajan kannalta hyvän tavan vastaisesta tai sopimattomasta menettelystä arvopapereiden markkinoinnissa

---

<sup>231</sup> Hallituksen esityksessä on mainittu myös tilapäisen tai satunnaisen taloudellisen toiminnan mahdollinen elinkeinotoiminnaksi lukeutuminen. HE 32/2012, s. 97.

<sup>232</sup> HE 32/2012, s. 97–98; HE 157/1988, s. 25.

<sup>233</sup> HE 318/1992, 8 luku. Rangaistussäännökset, 2 §.

<sup>234</sup> HE 32/2012, s. 97–98; HE 157/1988, s. 25.

<sup>235</sup> HE 32/2012, s. 98.

säädetään lisäksi KSL:ssa, ja osakkeiden markkinointiin voi tulla sovellettavaksi AML:n ohella myös KSL:n markkinointisäännös. Osakkeiden markkinointia käsitellään tarkemmin jäljempänä luvussa 5.3.

*Velvollisuudesta pitää riittävät tiedot tasapuolisesti saatavilla* säädetään AML:n 1 luvun 4 §:ssä:

Joka itse tai toimeksiannon nojalla tarjoaa arvopapereita tai hakee arvopaperin ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle tai monenkeskiseen kaupankäyntijärjestelmään tai jolla on 3–9 tai 11 luvun nojalla tiedonantovelvollisuus sijoittajia kohtaan, on velvollinen pitämään sijoittajien saatavilla tasapuolisesti riittävät tiedot seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon.

Riittäväillä tiedoilla tarkoitetaan sellaisia tietoja, joita arvopaperimarkkinoita tunteva henkilö pitäisi merkityksellisinä ja riittävinä<sup>236</sup>. Arvopapereiden yleisölle tarjoajalta edellytetään siis sellaisten riittävien tietojen antamista, joita sijoittaja tarvitsee arvopaperin osto- tai merkintäpäättöksen tekemiseksi. Säännöksen periaate sisältyy myös esitedirektiivin julkistamisvaatimukseen ja siten AML:n 3–5 luvun mukaisen esitteen julkaisemisvelvollisuuden asianmukainen noudattaminen sisältää kyseisen säännöksen vaatimuksen. Riittävien tietojen tasapuolisen saatavilla pitämisen velvollisuus koskee kuitenkin myös tilanteita, joissa esitettä ei tarvitse julkaista. Tällöin riittävät tiedot tulee pitää muuten tarjouksen kohderyhmänä olevien sijoittajien saatavilla, esimerkiksi osakkeiden virtuaalisessa tai fyysisessä myyntipaikassa.<sup>237</sup> Huomionarvoista on, että velvollisuus riittävien tietojen tasapuolisesta saatavilla pitämisestä ei käsitä arvopapereiden markkinointia, joka on käsitteenä laajempi kuin yleisölle tarjoaminen. Hallituksen esityksen mukaan markkinointiviestinnässä käytettävissä olevan tilan tai tietojen puutteen vuoksi arvopapereiden markkinoinnilta vastaavanlaisten täydellisten tietojen antamista ei siten edellytetä.<sup>238</sup> Päinvastoin taas AML:n 1 luvun 3 mom:n kielto antaa totuudenvastaisia ja harhaanjohtavia tietoja kattaa koko lain ja soveltuu arvopaperin markkinoinnin lisäksi siten myös arvopaperin tarjoamiseen.

Fivan antamien arvopapereiden tarjoamista koskevien määräysten ja ohjeiden mukaan arvopaperin arvoon omiaan vaikuttavia seikkoja voivat olla liikkeeseenlaskijaa ja arvopaperia koskevien tietojen lisäksi myös esimerkiksi liikkeeseenlaskijan toimintaympäristöä ja kehitysnäkymiä

---

<sup>236</sup> HE 157/1998, s. 25. Tieto perustuu VAML:n voimassaoloaikaan, mutta soveltuu myös voimassaolevaan lakiin.

<sup>237</sup> HE 32/2012, s. 99–100.

<sup>238</sup> HE 32/2012, s. 95 ja 99.

koskevat tiedot. Lisäksi Fivan suositusten mukaan uudentyyppistä tuotetta markkinoille tuottaessa liikkeeseenlaskijan tulisi antaa esimerkiksi arvopaperityypistä sekä sen ominaisuuksista ja verokohtelusta tarpeelliset, arviointikelpoiset tiedot.<sup>239</sup>

Fivan tulkinnan mukaan tilanteissa, joissa ei synny esitevelvollisuutta, annettavien tietojen riittävyyden arvioinnissa tiedonantovelvollisuuden taso tulee suhteuttaa kohderyhmän sijoituskemukseen, sijoittajien tietämykseen kyseessä olevista arvopapereista tai liikkeeseenlaskijasta sekä tarjouksen muihin erityispiirteisiin. Fiva myös huomauttaa, että ellei tietojen suppeampi taso ole perusteltu esimerkiksi sijoittajakohderyhmän tietämyksellä tai muilla erityisillä syillä, on tiedonantovelvollisuuden laajuus lähellä kansalliselle esitteelle asetettuja sisältövaatimuksia. Tietojen tasapuoliseksi saatavilla pitämiseksi kaikki olennainen tieto, myös sellainen, joka annetaan jossakin erityistilaisuudessa vain tietylle tarjouksen kohderyhmälle, tulee saattaa samanaikaisesti kaikkien niiden tietoon, joille tarjous on suunnattu. Myös esimerkiksi epähuomiossa annettu olennainen tieto on viivytyksettä toimitettava kaikkien saataville.<sup>240</sup>

### **5.2.3 Esite**

#### **5.2.3.1 Esitevelvollisuus**

AML:n 1 luvun säännösten lisäksi AML:n tiedonantovelvollisuusvaatimusta täydentää esitettä koskeva sääntely. Kun arvopapereita tarjotaan yleisölle AML:n 2 luvun 12 §:n mukaisesti tai otetaan kaupankäynnin kohteeksi säännellyllä markkinalla, syntyy arvopaperien liikkeeseenlaskijalle esitevelvollisuus<sup>241</sup>, jonka tarkoituksena on antaa sijoittajille perustellun arvion tekemiseksi olennaiset ja riittävät tiedot sekä arvopapereista että niiden liikkeeseenlaskijasta<sup>242</sup>. Suomessa esitettä koskeva sääntely perustuu suurelta osin EU-sääntelyyn, jolla on harmonisoitu EU- ja ETA-valtioiden esitteiden laatimis- ja sisältövaatimukset. Esitedirektiivi annettiin 4.11.2003 ja sen laatimisen tarkoituksena oli muun muassa edistää yritysten sijoituspääoman saatavuutta koko yhteisön laajuisesti myös pienten ja keskisuurten sekä uusien yritysten osalta sekä varmistaa sijoittajansuoja ja markkinoiden tehokkuus<sup>243</sup>. Direktiivi saatettiin Suomessa kansallisesti voimaan lailla ja VM:n asetuksilla 1.7.2005.

---

<sup>239</sup> Fiva 6/2013, s. 12.

<sup>240</sup> Fiva 6/2013, s. 12.

<sup>241</sup> Esitevelvollisuus syntyy siis erikseen sekä tarjottaessa arvopapereita yleisölle että haettaessa niitä kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. Jälkimmäistä tapausta koskevaa sääntelyä ei tässä tutkielmassa käsitellä.

<sup>242</sup> HE 32/2012, s. 11.

<sup>243</sup> Esitedirektiivin 4. ja 10. johdantokappale.

Direktiiviä on sen antamisen jälkeen muutettu kahdesti<sup>244</sup>. Esitedirektiivin muutosdirektiivi (2010/73/EU) asetettiin Suomessa kansallisesti voimaan arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksen yhteydessä<sup>245</sup> ja direktiivin tarkoituksena oli pääasiassa keventää yrityksille asetettuja, liian raskaiksi arvioituja velvollisuuksia<sup>246</sup>. Keskeisiä esitedirektiivin muutosdirektiivin muutoksia olivat muun muassa esitedirektiivin yleisen soveltamisalan raja-arvon korottaminen 2,5 miljoonasta eurosta viiteen miljoonaan euroon sekä esitteen laatimisvelvollisuuden määräävien raja-arvojen muutokset, muun muassa silloin kun arvopaperitarjoukset suunnataan vain pienelle, alle 150 ei-kokeneesta sijoittajasta koostuvalle kohderyhmälle<sup>247</sup>.

Esitevelvollisuus voi siis perustua joko EU-tason sääntelyyn tai kansalliseen sääntelyyn arvopaperien tarjoamistilanteeseen liittyvistä yksityiskohdista riippuen. Tästä johtuen esitteitä on kahdentyyppisiä: esitedirektiivin mukaisia, niin sanottuja *EU-esitteitä* sekä *kansallisia esitteitä*<sup>248</sup>. EU-esitteeseen sovelletaan esitedirektiiviä sekä komission esiteasetusta, kun taas kansalliseen esitteeseen näitä ei sovelleta. Kansallisen esitteen laatimiseen sovelletaan AML:ssa ja EsiteVMA:ssa säädettyjä vaatimuksia.

AML:n 3 luvun 1 §:n mukaan, kun arvopapereita tarjotaan yleisölle Suomessa, sovelletaan AML:n 3–5 lukujen säännöksiä. Arvopaperin liikkeeseenlaskun kotivaltion ollessa Suomi sovelletaan kyseisiä säännöksiä myös silloin, kun arvopapereita tarjotaan yleisölle muussa ETA-valtiossa.<sup>249</sup> AML:n 4 luvun 1 §:n 1 mom:n julkaisemisvelvollisuuden perussäännöksen mukaan velvollisuus julkaista esite koskee jokaista, joka tarjoaa arvopapereita yleisölle tai hakee niitä kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. 4 luvun 1 §:n 4 mom:n mukaisesti arvopaperien tarjoajan ja liikkeeseenlaskijan lisäksi esitteen laatimisesta ja julkaisemisesta vastaa myös se taho, joka toimeksiannon nojalla huolehtii tarjouksesta. Esitteen saa 4 luvun 1 §:n 2 mom:n mukaan julkaista, kun Fiva on hyväksynyt sen tai kun muun ETA-valtion toimivaltainen viranomainen on hyväksynyt sen ja ilmoittanut hyväksymisestä Fivalle. 4 luvun 1 §:n 3 mom:n mukaan esite on julkaistava samansisältöisenä ja -muotoisena kuin se on hyväksytty.

---

<sup>244</sup> Direktiiveillä 2010/73/EU ja 2010/78/EU.

<sup>245</sup> Osa direktiivin säännöksistä saatettiin voimaan VM:n asetuksilla 317–319/2012 jo 1.7.2012, jolloin direktiivi tuli panna täytäntöön kansalliseen lainsäädäntöön.

<sup>246</sup> Esitedirektiivin muutosdirektiivin 2. johdantokappale.

<sup>247</sup> Keskeiset muutokset perustuvat esitedirektiivin muutosdirektiivin 1 artiklan 2 kohdan h alakohtaan sekä 3 artiklan 2 kohdan b ja d alakohtiin.

<sup>248</sup> Ks. Esim. Fiva 6/2013, s. 21.

<sup>249</sup> Fiva 6/2013, s. 13. Arvopaperin liikkeeseenlaskun kotivaltiosta ks. AML 3 luvun 6 §.

EU-esite tulee laatia esitedirektiivin mukaisesti, jos arvopaperitarjouksen koko ylittää viisi miljoonaa euroa 12 kuukauden ajanjaksolta laskettuna Euroopan talousalueella tai kun arvopapereita haetaan julkisen kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. Tällöin esitteen tulee AML:n 4 luvun 6 §:n 3 mom:n mukaan sisältää AML:ssa, sen nojalla annetuissa säännöksissä sekä komission esiteasetuksessa vaaditut tiedot. Kun EU-esitteen on hyväksynyt yhden ETA-valtion viranomainen, saa se niin sanotun europassin, jolloin samalla esitteellä voi tarjota arvopapereita kaikissa ETA-valtioissa.<sup>250</sup> Esitedirektiivin soveltamisalan ulkopuolella esitettä koskeva sääntely perustuu kansalliseen harkintaan. Kansallisia esitteitä, jotka eivät siis euromääräisesti lukeudu EU-sääntelyn piiriin, koskevat määräykset ovat AML:ssa. Näin ollen arvopaperitarjouksiin, joiden kokonaismäärä edeltävältä 12 kuukaudelta on alle viisi miljoonaa euroa, eikä arvopapereita haeta kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle sovelletaan Suomen kansallista lainsäädäntöä.

Esitedirektiivin mukaan jäsenvaltion ei tule velvoittaa esitteen julkaisua, jos arvopapereita tarjotaan alle 100 000 euron arvosta 12 kuukauden jaksolta laskettaessa<sup>251</sup>. Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksessa kansallisen esitevelvollisuuden alarajaa korotettiin 1,5 miljoonaan euroon aiemmasta 100 000 euron rajasta. Hallituksen esityksen mukaan alarajan korottamisen myötä muun muassa pienet alkuvaiheessa olevat yritykset saattaisivat tarjota arvopapereitaan laajemmin ja kerryttää sijoittajilta suuremman summan rahoitusta ilman esitteen laatimisesta aiheutuvia kustannuksia. AML:n 4 luvun 6 §:n 3 mom:n mukaisesti kansalliset esitevaatimukset koskevat vähintään 1,5 miljoonan euron ja alle viiden miljoonan euron tarjouksia tilanteissa, joihin ei liity kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle hakemista.<sup>252</sup> AML:n 4 luvun 6 § 3 mom:n nojalla kansallisen esitteen asemasta voidaan kuitenkin aina laatia myös EU-esite. Kansallinen esite ei saa europassia, koska se ei täytä kaikilta osin EU-esitteen sisältövaatimuksia, ja siten arvopapereita saa tarjota yleisölle vain siinä valtiossa, missä kansallinen esite on hyväksytty<sup>253</sup>.

AML:n 4 luvun 6 § 1 mom:n mukaan:

Esitteessä on annettava sijoittajalle riittävät tiedot perustellun arvion tekemiseksi arvopapereista ja niiden liikkeeseenlaskijasta sekä mahdollisesta takaaajasta. Esitteessä on oltava olennaiset ja

---

<sup>250</sup> Käytännössä europassin saa pyytämällä EU-esitteen hyväksyneeltä viranomaiselta (Suomessa Fiva) esitteen notifiointia, jolloin esitteen hyväksynyt viranomainen toimittaa todistuksen esitteen hyväksymisestä toisen ETA-valtion viranomaiselle. Ks. esim. Fiva 6/2013, s. 6–7, 21 ja 47.

<sup>251</sup> Esitedirektiivin 3 artiklan 2 kohdan e alakohta.

<sup>252</sup> Ks. esim. HE 32/2012, s. 52, 75 ja 87–88.

<sup>253</sup> Ks. esim. Fiva 6/2013, s. 21 ja 47.



riittävät tiedot liikkeeseenlaskijan ja mahdollisen takaajan varoista, vastuista, taloudellisesta asemasta, tuloksesta ja tulevaisuudennäkymistä sekä arvopapereihin liittyvistä oikeuksista ja muista arvopapereiden arvoon olennaisesti vaikuttavista seikoista. Tiedot on esitettävä johdonmuksissa ja helposti ymmärrettävässä muodossa.

AML:n 4 luvun 12 §:n mukaan esite voidaan laatia myös muilla kielillä kuin suomeksi tai ruotsiksi, jolloin esitteen tiivistelmä tulee kuitenkin olla laadittu suomen tai ruotsin kielellä. Kansallisen esitteen rakenteesta ja vähimmäisisällöstä säädetään yksityiskohtaisemmin EsiteVMA:ssa. EsiteVMA:n 1 luvun 2 §:n mukaan esite on muun muassa julkaistava aina sähköisessä muodossa ja se on oltava saatavilla koko tarjoamisajan. 1 luvun 3 §:ssä säädetään esitteen julkaisemisajasta, jonka tarkoituksena on varmistaa sijoittajille riittävä aika tutustua esitteeseen ennen merkintäpäätöksen tekemistä.

Osakkeiden ja muiden osakesidonnaisten arvopapereiden osalta kansallisen esitteen sisältövaatimuksista säädetään EsiteVMA:n 2 luvussa. Sisältövaatimuksissa vaaditaan tietoja muun muassa yrityksen riskeistä, vastuuhenkilöistä, osakkeiden liikkeeseenlaskijasta sekä sen hallinnosta ja pääomasta, varoista, vastuista, rahoitusasemasta ja tuloksesta, tilintarkastuksesta ja vii-meaikaisesta kehityksestä sekä tarjottavista osakkeista. Jos yhtiön tulee laatia ja julkaista esite, tulee sen jo etukäteen ottaa huomioon esitteen sisältövaatimukset ja niiden esittämisen vaikutukset sen liiketoimintaan.

### 5.2.3.2 Poikkeukset velvollisuudesta julkaista esite

Esite tulee laatia aina, elleivät AML:n 4 luvussa säädetty poikkeukset esitevelvollisuudesta täyty. Poikkeukset esitteen julkaisuvelvollisuuteen riippuvat arvopaperin luonteesta ja niistä säädetään AML:n 4 luvun 2–5 §:ssä. Oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen kannalta keskeisimmät säännökset ovat 4 luvun 3 §:n *poikkeukset velvollisuudesta julkaista esite tarjotta-essa arvopapereita yleisölle*<sup>254</sup>. Tilanteissa, joissa pykälän poikkeusperusteet soveltuvat, EU:n jäsenvaltiot eivät voi vaatia esitteen julkaisemista. Pykälän poikkeukset koskevat vain arvopapereiden tarjoamista yleisölle; niin sanotuille tukkumarkkinoille, rajatulle kohderyhmälle tai tapauksia, joissa tarjoukset ovat määrältään vähäisiä.<sup>255</sup> Huomionarvoista poikkeuksien osalta on, että poikkeuksen soveltumiseksi riittää, että *vain yksi* pykälässä luetelluista poikkeusperusteista soveltuu, jolloin esitteen laatimisvelvollisuutta ei ole.

<sup>254</sup> Kuten ei esitevelvollisuutta, ei myöskään poikkeuksia esitevelvollisuuteen tarkastella tässä tutkielmassa säännellylle markkinalle kaupankäynnin kohteeksi tarjottavien arvopapereiden osalta.

<sup>255</sup> Vastaavissa tilanteissa esite olisi julkaistava, jos haettaisiin tarjottavien arvopapereiden ottamista kaupankäynnin kohteeksi säännellylle markkinalle. HE 32/2012, s. 108.

Tutkielman kannalta olennaiset poikkeukset ovat lueteltu AML:n 4 luvun 3 §:n 1 mom:ssa<sup>256</sup>. Momentin mukaan esitevelvollisuudesta vapautuu, jos arvopapereita tarjotaan:

- 1) yksinomaan kokeneille sijoittajille;
- 2) kutakin ETA-valtiota kohden laskettuna alle 150 sijoittajalle, jotka eivät ole kokeneita sijoittajia;
- 3) hankittavaksi vähintään 100 000 euron arvosta kutakin sijoittajaa ja tarjousta kohden taikka nimellis- taikka vasta-arvoltaan vähintään 100 000 euron suuruisina osuuksina;
- 4) Euroopan talousalueella 12 kuukauden aikana yhteenlasketulta vastikkeeltaan alle 1 500 000 euron suuruinen määrä laskettuna; taikka
- 5) Euroopan talousalueella 12 kuukauden aikana yhteenlasketulta vastikkeeltaan alle 5 000 000 euron suuruinen määrä ja arvopaperit haetaan kaupankäynnin kohteeksi monenkeskisessä kaupankäyntijärjestelmässä Suomessa ja sijoittajien saatavilla pidetään tarjouksen ajan kaupankäyntijärjestelmän sääntöjen mukainen yhtiöesite.

Poikkeusluettelon toisen kohdan muun kuin kokeneen sijoittajan 150 kappaleen minimimäärä lasketaan siitä, kuinka monelle tarjous on *alun perin tehty*, eikä sillä, kuinka moni lopulta arvopapereita merkitsee tai ostaa, ole merkitystä. Fivan suositusten mukaisesti, jos sijoittajien määrä halutaan rajata alle 150 ei-kokeneeseen sijoittajaan, tulisi ennen tarjouksen tekemistä laatia luettelo niistä sijoittajista, joille arvopaperia Suomessa tarjotaan, ja joka pyydettyä tulisi toimittaa Fivalle. Fivan tulkinnan mukaan sijoittajien lukumäärää laskettaessa samaan intressi-piiriin kuuluvia tahoja voidaan pitää yhtenä sijoittajana. Näin ollen esimerkiksi yhteisöt, jotka kuuluvat saman henkilön AML:n 2 luvun 4 §:ssä tarkoitettuun määräysvaltaan<sup>257</sup>, ymmärretään yhdeksi sijoittajaksi, jos yhteisöjen sijoituksista päättää yksi taho.<sup>258</sup> Tavoitetuista potentiaalisista sijoittajista lienee hyvä pitää kirjanpitoa, jotta esitevelvollisuudesta poikkeamisen soveltuvuus olisi helpompi todistaa mahdollisissa tulkintatilanteissa. Tilanteet arvioidaan aina tapauskohtaisesti.

Kohtien 4 ja 5 osalta merkitsevää on 12 kuukauden aikana *tehtyjen tarjousten kokonaismäärä*, eikä se, paljonko tarjousten perusteella on lopulta arvopapereita merkitty tai ostettu. 1,5 miljoonan euron raja-arvon ylittäminen sijoituskiirroksia ketjuttamalla ei siis ole mahdollista. Esi-tepoikkeusten soveltumisen kannalta olennaista onkin tietää, tarkastellaanko eri henkilöiden te-

---

<sup>256</sup> Perustuu esitedirektiivin 3 artiklan 2 kohdan 1 kappaleeseen.

<sup>257</sup> Määräysvallassa oleva yhteisöstä ks. AML:n 2 luvun 4 §.

<sup>258</sup> Fiva 6/2013, s. 16–17.

kemiä peräkkäisiä tarjouksia toisistaan erillisinä vai yhtenä kokonaisuutena. Tällaisesta peräkkäisten tarjousten ketjusta – niin sanotuista *retail cascade* -tarjouksista – säädetään AML:n 4 luvun 3 §:n 2 mom:ssa.<sup>259</sup>

Jos samoja arvopapereita tarjotaan tai välitetään uudella tarjouksella loppusijoittajille eikä 1 momentissa tarkoitettuja edellytyksiä olla julkaisematta esitettä ole silloin olemassa, uudesta tarjouksesta on julkaistava esite. Esitettä ei kuitenkaan tarvitse julkaista, jos alkuperäistä tarjousta varten on julkaistu esite, joka on voimassa, jos liikkeeseenlaskija tai muu esitteen julkaisemisesta vastuussa oleva on kirjallisesti suostunut alkuperäisen esitteen käyttämiseen samojen arvopaperin uuteen tarjoamiseen tai välittämiseen loppusijoittajille.<sup>260</sup>

Uudeksi tarjoukseksi ei Fivan tulkinnan mukaan kuitenkaan lueta tilannetta, jossa sijoituspalvelun tarjoaja, joka järjestää tai takaa arvopaperien liikkeeseenlaskun, merkitsee arvopaperit välittääkseen ne edelleen lopullisille sijoittajille. Tarjousta tarkastellaan kokonaisuutena ja velvollisuus laatia esite pohjataan siihen koko sijoittajajoukkoon, jolle tarjous on tehty, sekä arvopaperin vähimmäismerkintämäärään.<sup>261</sup>

VM:n joukkorahoitusta koskevassa lakiluonnoksessa esitevelvollisuuden raja-arvoa on korotettu 1,5 miljoonasta 3,5 miljoonaan euroon. Lakiluonnoksen mukaan joukkorahoituksen saajan ei tarvitsisi julkaista esitettä, jos arvopapereita tarjotaan ETA-alueella 12 kuukauden aikana yhteenlasketulta vastikkeeltaan alle 3,5 miljoonaa euroa. Esitevelvollisuuden alarajan korottaminen on perusteltu sillä, että kasvu- ja startup-yritysten rahoituksen saatavuuden kannalta ei ole tarkoituksenmukaista, että esite on laadittava pienistäkin rahoituskierröksistä, jolloin yritykselle aiheutuu kohtuuttomia kustannuksia esitteen laatimisesta sijoittajansuojan kuitenkaan merkittävästi parantumatta. Raja-arvon korottamisen myötä kasvu- ja startup-yritysten rahoituksen saannin nähdään helpottuvan ja toimialan kasvun Suomessa kiihtyvän yhä useampien yritysten voidessa hyödyntää joukkorahoitusta. Rahoitusmarkkinoiden tasapuolisuuden vaatimuksesta tällä tavoin poikkeaminen on perusteltu joukkorahoituksen toimialan vielä pienellä koolla ja kehittymättömyydellä AML:n 1 luvun 2–4 §:n säännösten varmistaessa riittävän sijoittajansuojan toteutumisen pienimuotoisten rahoituskierrösten osalta.<sup>262</sup>

---

<sup>259</sup> Häyrynen – Kajala 2013, s. 110; Fiva 6/2013, s. 17.

<sup>260</sup> Suostumuksen esittämisestä säädetään tarkemmin esiteasetuksen 20 a artiklassa ja liitteessä XXX.

<sup>261</sup> Fiva 6/2013, s. 17.

<sup>262</sup> VM. Joukkorahoituslain yksityiskohtaiset perustelut, s. 11–12.

#### 5.2.4 Tiedonanto- ja esitevelvollisuus joukkorahoituksessa

Oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen avulla harjoitettavassa osakkeiden liikkeeseenlaskussa AML:n tiedonantovelvollisuutta koskeva sääntely on otettava olennaisesti huomioon, jotta osakkeita tarjottaessa toimittaisiin lainmukaisesti. Joukkorahoitusta hakevan yrityksen tulee arvioida etukäteen millaiset tiedot sen tulee antaa, jotta ne täyttäisivät AML:n vaatimukset. Arvopaperin arvoon vaikuttavat tiedot on pidettävä tasapuolisesti kaikkien potentiaalisten sijoittajien saatavilla riippumatta siitä, mitä kautta tiedot ovat annettu, ja riittävien tietojen saataminen jokaisen potentiaalisen sijoittajan saataville vaatii yritykseltä tiedonjakelukanaviensa tehokasta hallintaa. Yrityksen kannattaakin toteuttaa joukkorahoitushakemuksensa siten, että sen on helppo hallita ja mahdollisesti korjata antamiensa tietoja, jotta AML:n vaatimukset täyttyvät läpi osakeannin koko keston. Tiedot lieneekin tarkoituksenmukaista esittää esimerkiksi ainoastaan yhdellä internetsivustolla, mikä takaa jokaiselle sijoittajalle yhtäläisen mahdollisuuden tutustua tietoihin sekä antaa yritykselle mahdollisuuden päivittää tietoja vaivattomasti.

Lähtökohtaisesti oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen hyödyntäminen ja osakkeiden tarjoaminen yleisölle edellyttää esitteen laatimista ja julkaisemista. Yrityksen tulee joukkorahoitukseen ryhtymistä suunnitellessaan huomioida esitevelvollisuutta koskeva sääntely ja sääntelyn mahdollistamat poikkeukset kyseisestä velvollisuudesta. Tarkoituksenmukaista oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta hyödynnettäessä on perehtyä tarkoin esitevelvollisuuden vaatimuksiin ja sitä kautta suunnitella joukkorahoituksen yksityiskohdat yhtiön etuja ja tavoitteita mahdollisimman hyvin palveleviksi.

Esitteen laatimisprosessi on poikkeuksetta kallis ja aikaa vievä, ja sitä toteutettaessa yritykset joutuvat tavanomaisesti turvautumaan ulkopuolisten asiantuntijoiden apuun, jollei tarvittavaa asiantuntemusta löydy omasta takaa. Tavoiteltavaa rahoitussummaa päättäessään yhtiön perustajajäsenten tulee ottaa huomioon ensinnäkin esitevelvollisuuden raja-arvot ja esitteen sisältövaatimukset sekä arvioida esitteen laatimisvelvollisuudesta yhtiölle aiheutuvien lisäkustannusten määrä, esitteen laatimiskustannukset kun saattavat olla hyvinkin suuret ja voivat mahdollisesti ylittää määrällisesti jopa joukkorahoituksella haettavan rahoituksen. Lisäksi esitteen laatiminen vaatii aikaa, minkä vuoksi rahoituksen saaminen saattaa lykkääntyä olennaisesti. Jos yritystoiminta pyritään esimerkiksi saamaan mahdollisimman nopeasti käyntiin tai rahoitusta tarvitaan muutoin nopeasti, on esitteen laatimisvelvollisuus tarpeen koettaa välttää.

Suomessa harjoitettavan oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen kannalta kansallista esitettä koskevia määräyksiä voitaneen pitää olennaisempina kuin EU-esitettä koskevia; EU-esitteen viiden miljoonan euron raja-arvo rajanee suurimman osan suomalaisista kasvu- ja startup-yrityksistä soveltamisalansa ulkopuolelle. Pääasiassa oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen alalla AML:n 4 luvun 3 §:n 1 poikkeuksista hyödynnettäneen momentin neljättä kohtaa. Kohta kolme juontuu esitedirektiivin määräyksestä, jonka mukaan jäsenvaltiot eivät saa velvoittaa esitteen laatimista alle 100 000 euron tarjouksilta. Suomessa esitevelvollisuuden alaraja-arvo on asetettu tällä hetkellä 1,5 miljoonaan euroon. Kohdan neljä mukaisesti, jos osakeanti ylittää 1,5 miljoonan euron rajan, arvopapereiden liikkeeseenlaskijan on laadittava kansallinen esite, ja jos anti ylittää 5 miljoonaa euroa, on kohdan viisi mukaisesti laadittava EU-esite<sup>263</sup>. Yleisölle arvopapereita tarjottaessa 12 kuukauden ajanjaksolla yli 1,5 miljoonan euron arvosta viiden miljoonan euron arvoon saakka tulee siis laatia kansallinen esite. Jos osakeannilla kerättävä summa taas ei ylitä 12 kuukauden ajanjaksolla 1,5 miljoonaa euroa, esitettä ei tarvitse laatia. Jos joukkorahoitusta koskeva lakiesitys eduskunnassa hyväksytään, nousee esitevelvollisuuden alaraja-arvo 3,5 miljoonaan euroon, mikä voidaan nähdä joukkorahoitusta hyödyntävien yritysten kannalta varsin tervetulleena muutoksena, mutta tällä hetkellä Suomessa voimassa oleva raja-arvo on vielä 1,5 miljoonaa euroa.

Jos joukkorahoitusta hakevalle yritykselle riittää alle 1,5 miljoonan euron rahoitussumma, ei sen tarvitse huolehtia esitteen laatimisvelvollisuudesta, ja useimmiten joukkorahoitusta haetaan alle 1,5 miljoonan arvosta. On kuitenkin hyvinkin mahdollista, että esimerkiksi jokin kasvuvaiheen yritys tarvitsee investointihankintaansa tai muuten toimintansa kehittämistä varten yli 1,5 miljoonaa euroa, ja päättää koettaa sitä joukkorahoituksen kautta hankkia. Tässä tapauksessa yrityksen tulee ottaa esitteen laatimisvaatimukset ja esitteen laatimisesta aiheutuvat kustannukset sekä mahdolliset toiminta-aikataulun muutokset erityisen tarkasti huomioon. Jos yrityksen tulee laatia ja julkaista tarjouksestaan esite, on sen syytä laskea esitteen laatimiskustannukset mukaan haettavaan rahoitukseen, jotta kerättävä rahoitusmäärä olisi tarvittavan suuruinen sille suunniteltua tarkoitusta varten vielä esitteen laatimiskustannusten jälkeenkin. Esitevelvollisuuden myötä yrityksen on myös syytä miettiä esitteen kieli yrityksen toimintaa mahdollisimman tehokkaasti tukevaksi, esimerkiksi mahdollisia kansainvälistymisaikeita silmälläpitäen.

---

<sup>263</sup> Huom. Näin siis, ellei jokin muu pykälän poikkeuksista (kohdat 1–3) sovellu tilanteeseen.

Momentin toista kohtaa soveltamalla joukkorahoitusta voidaan kerätä yli 1,5 miljoonaa euroa (viiteen miljoonaan euroon saakka) ja silti välttää kansallinen esitevelvollisuus, jos sijoittajajoukkoa, jolle osakkeita tarjotaan, onnistutaan jollakin tavoin rajaamaan alle 150 henkilöön. Rahoituksen kohteelle saatetaan esimerkiksi ensin ainoastaan etsiä seuraajia, joiden joukosta varsinaiselle osakkeiden tarjontakierrokselle valitaan ainoastaan potentiaalisimmat sijoittajaehdokkaat<sup>264</sup>. Näin ollen hanketta voidaan markkinoida suurelle yleisölle, mutta osaketarjoukseen tarkemmin tutustumaan pääsevien henkilöiden määrä saatetaan rajata alle 150 mahdolliseen sijoittajaan. Tämän kaltaisessa tilanteessa rahoitusta hakevan yrityksen tulee kuitenkin ottaa huomioon yleisölle tarjoamisen määritelmä ja siihen liittyvät Fivan ohjeistukset. Kuten aikaisemmin on todettu, yleisölle tarjoamisena saatetaan pitää myös tapauksia, joissa arvopapereita on ensin markkinoitu laajasti suurelle yleisölle, minkä jälkeen itse arvopapereiden yleisölle tarjonta esitetään ainoastaan kiinnostuneiden joukolle. Huomioitava on myös, että potentiaalisista sijoittajista, joille osakkeita tarjotaan, tulisi myös ennen tarjouksen tekemistä laatia luettelo, joka pyydettyäessä on toimitettava Fivalle.

Lisäksi tarjoamalla osakkeita ainoastaan kokeneiksi sijoittajiksi katsotuille tahoille saatetaan esitevelvollisuudelta AML:n 4 luvun 3 §:n 1 mom:n 1 kohdan mukaisesti välttyä. Joukkorahoituksen perusluonteeseen tämä ei sinänsä sovi kovinkaan luontevasti, mutta periaatteessa myös joukkorahoituksessa joidenkin yritysten osalta poikkeuksen hyödyntäminen voi olla käyttökelpoinen ja siten huomionarvoinen vaihtoehto.

*Invesdor*-joukkorahoituslupien kautta haettavan rahoituksen yläraja on tavanomaisesti asetettu 1,5 miljoonaan euroon, mutta myös viiteen miljoonaan euroon asti on rahoitusta erityisen harkinnan kautta mahdollisuus hakea. Jos yrityksen pyrkimyksenä on kerätä rahoitusta vähintään 1,5 miljoonaa euroa, vältetään esitevelvollisuus tarjoamalla osakkeita kussakin valtiossa enintään 150 potentiaaliselle sijoittajalle.<sup>265</sup>

Vaikka joukkorahoitusta harjoittava yritys esitteen laatimisvelvollisuudelta välttyisikin, saattaa vaadittava tiedonantovelvollisuus olla joka tapauksessa hyvinkin laaja, kun se suhteutetaan osakeannin kohderyhmään. Tietojen riittävyttä arvioidaan kohderyhmän sijoitustuntemuksen mukaan, jolloin suurelle yleisölle osoitettua joukkorahoitustarjousta voidaan olettaa arvioitavan suhteellisen tiukasti. Jos annettujen tietojen suppeampi taso ei ole perusteltua, saattavat joukkorahoituksen sijoittajakohderyhmän laajuus ja yleisön todennäköinen ei-ammattimaisuus sekä

---

<sup>264</sup> Ks. esim. *Invesdor.com* Yksityinen kierros.

<sup>265</sup> *Invesdor.com*. Legal note; *Invesdor.com*. Kriteerit kohdeyrityksille.

siitä johtuva tiedon tarve korottaa vaadittua tiedonantovelvollisuuden tasoa. Joukkorahoitusta koskevan lakiesityksen perusteiden perusteella voitaneen kuitenkin päätellä, että pienten rahoituskierrosten osalta esitevelvollisuutta lähentelevä tiedonantovelvollisuus ei ole tarkoituksenmukainen ja jopa annettavien tietojen suppeampi taso voitaneen nähdä tällöin aiheellisena<sup>266</sup>. Ristiriitaa näkemykselle kuitenkin luo aloittavien yritysten suuri epäonnistumisriski, ei-ammattimaisten joukkorahoittajien sijoitustuotteita koskeva rajallinen ymmärrys sekä jälkimarkkinoiden puutteesta johtuva osakkeiden huono likvidisyys, jotka lisäävät joukkorahoituksen riskillisyyttä potentiaalisten sijoittajien suhteen. Näin arvioituna oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta voidaankin toisaalta pitää sijoittajansuojan kannalta suhteellisen riskialttiina toimintana.

Vaikka joukkorahoitusta yritys järjestäisi toimintansa siten, että se välttyisi esitteen laatimisvelvollisuudelta, tulee sen kuitenkin ottaa huomioon AML:n yleistä tiedonantovelvollisuutta koskeva sääntely. Lain vaatimaa tiedonantovelvollisuuttaan toteuttaessaan joukkorahoituksen hakijan on tarpeen huomioida erityisesti Fivan ohjeissaan antamat suositukset AML:n 1 luvun 4 §:n mukaisista riittävästä ja tarpeellisista tiedoista ja noudattaa niitä. Koska oman pääoman ehtoinen joukkorahoitus on lisäksi suhteellisen uusi ja etenkin juuri suuren yleisön joukossa vielä monille tuntematon rahoitusmuoto, on rahoituksen hakijan tarpeen korostaa erityisesti sijoituksen riskillistä luonnetta. Varmistaakseen, että potentiaaliset sijoittajat eivät saisi sijoituksen tuotto-odotuksista tai yhtiön tilanteesta epärealistista kuvaa, olisi yrityksen hyvä antamisensa tiedoissa tähdentää etenkin sijoituksen tulevaisuudenodotuksien epävarmuutta ja liiketoiminnan epäonnistumisen mahdollisuutta. Jos osakkeilla ei ole olemassa tehokkaita jälkimarkkinoita ja osakkeiden vaihdantamahdollisuudet ovat siten heikot, tulee myös se esittää annetuissa tiedoissa asianmukaisesti. Kaiken kaikkiaan etenkin osakkeiden arvoon olennaisesti vaikuttavat tiedot tulee esitellä selkeästi.

Tietojen on täytettävä myös AML:n 1 luvun 2 ja 3 §:n vaatimukset, eli niiden tulee olla hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisia eivätkä ne saa olla totuudenvastaiseksi tai harhaanjohtavaksi tulkittavalla tavalla virheellisiä tai puutteellisia. Sijoittajien sijoituspäätökseen vaikuttavat tiedot tulee siten laatia tarkoin sekä sijoittajien asiantuntemuksen mukaisesti selkeästi ja loogisesti. Jos totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja huomataan esiintyvän, tulee tiedot

---

<sup>266</sup> Ks. VM. Joukkorahoituslain yksityiskohtaiset perustelut, s. 11–12.

oikaista viipymättä. Joukkorahoituksen tapahtuessa pääasiassa internetin välityksellä, on annettut tiedot pidettävä tarjouksen kohderyhmänä olevien sijoittajien saatavilla osakkeiden virtuaalisessa myyntipaikassa, jossa niitä tarvittaessa voidaan vaivatta päivittää.

Joukkorahoituslupaa hyväksikäytettäessä – ja muulloinkin – rahoituskierrosta koskien laaditaan asianmukainen ja tarpeeksi kattava, joukkorahoittajia houkutteleva niin kutsuttu ”pitch” – eräänlainen yritystä ja sen rahoitushanketta esittelevä myyntipuhe. Pitch sisältää sekä virallista informaatiota yrityksestä ja sen taloudellisista tiedoista sekä markkinointiaineistoksi tarkoitettua materiaalia. *Invesdor*-joukkorahoituslupaa kautta oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta hakeneet ja siinä myös onnistuneet yritykset ovat pääsääntöisesti antaneet tietoja varsin kattavasti, ja annetut tiedot myös tarkastetaan ennen pitchin julkiasemista *Invesdorin* toimesta. Etenkin annetuissa tiedoissa on korostettu juuri sijoituksen riskillisyyttä, mahdollisesti kertyvän taloudellisen hyödyn epävarmuutta sekä mahdollisuutta sijoitettujen rahojen menettämiseen liiketoiminnan osoittautuessa tappiolliseksi. Lisäksi tietoihin on sisällytetty informaatiota muun muassa:<sup>267</sup>

- yrityksestä, sen liiketoiminnasta, ansaintalogiikasta ja historiasta sekä tulevaisuuden päämääristä
- yrityksen toimialasta, liiketoimintaympäristöstä ja liiketoiminnan kehityssuunnitelmista
- yrityksen taustalla toimivista avainhenkilöistä
- yrityksen talous- ja markkinatilanteesta (rahoituksen hakuhetki, muutama edellinen vuosi, jos ollut toimintaa, ja tulevien vuosien tavoitteet)
- yrityksen odotuksista markkinoita, kilpailijoita ja asiakkaita koskien
- yrityksen kasvuennusteista ja sijoituksen tuotto-odotuksista
- sijoituksen ehdoista
- yhtiössä olevista osakelajeista sekä niiden tuottamista oikeuksista
- rahojen käyttötarkoituksesta (yleisesti tai hyvinkin eritellysti)
- mahdollisista osakaseduista

Lisäksi tavanomaisesti yrityksen taloustiedot, kuten liikevaihto ja sen kasvuprosentti, toimintakustannukset, käyttökate ja käyttökateprosentti sekä kertyvä vuotuinen kasvuprosenttiennuste on esitetty taulukkomuodossa rahoituksen hakuhetkeltä ja muutamalta edelliseltä vuodelta, jos

---

<sup>267</sup> Invesdor.com. Joukkorahoitusprosessi; Invesdor.com. Sijoituskohteet.



aikaisempaa toimintaa on ollut. Myös tulevien vuosien tavoitteelliset arvot on ilmoitettu. Hakemukseen on myös liitetty yritystä koskevia asiakirjoja, joita sijoittajat voivat tarkastella. Tavanomaisesti saatavilla ovat ainakin osakasluettelo, yhtiöjärjestys ja kaupparekisteriote sekä osakkeenomistajien päätös osakeannin järjestämisestä. Tavallisesti myös mahdollinen viimeinen tilinpäätös ja tasekirja liitetään sijoittajien saataville.<sup>268</sup> Toisaalta saattaa kuitenkin olla niin, että joukkorahoitusta hakevilla yrityksillä ei ole aiempaa toimintahistoriaa, jolloin edellä mainittuja tietoja ei luonnollisesti voida myöskään antaa. Tällöin on kuitenkin tarpeen tuoda selkeästi esille, että kyseessä on vasta liiketoimintaa aloittamassa oleva yritys, jolla myös riski liiketoiminnan epäonnistumisesta on tavallisesti suurempi kuin jo toimintansa vakiinnuttaneilla yrityksillä.

Jos yhtiössä on osakassopimus, johon sijoittajat voivat liittyä, on se sekä siihen liittyvä liittymissopimus asetettu myös sijoittajien saataville. Myös mahdollisista muista perustajajäsenten välisistä osakassopimuksista on mainittu annetuissa tiedoissa.<sup>269</sup> Lain esitöissä on todettu, että osakassopimukset, joissa on sovittu päätöksentekovallan käytöstä yhtiössä voivat olla omiaan vaikuttamaan yhtiön arvoon ja täten osakassopimuksista tiedottamisella voi olla suuri merkitys sijoittajien sijoituspäätökseen<sup>270</sup>. Esitöissä tulkinta on sovitettu koskemaan lähinnä pörssiyrityksiä, mutta sen voidaan nähdä soveltuvan myös joukkorahoitukseen, jolloin maininta osakassopimuksen olemassaolosta lienee aiheellista myös joukkorahoituksen tiedonantovelvollisuutta täytettäessä.

Joukkorahoitusta hakevan yrityksen on valmisteltava tiedonantovelvollisuutensa täyttämiseksi vaadittava aineisto ja tarvittavat dokumentit huolellisesti ja totuudenmukaisesti rahoituskieroksensa yksityiskohtien ja tarjouksen ehtojen perusteella. Yrityksen saattaa olla syytä kääntyä tiedonantovelvollisuuden toteuttamisen osalta ulkopuolisten asiantuntijoiden apuun, jollei yrityksen sisältä löydy tarvittavaa varmuutta tarpeellisten tietojen laatimiseen. Esimerkiksi joukkorahoituslustoja hyödyntäessään yritys voi tavallisesti konsultoida palveluntarjoajan asiantuntijoita muun muassa juridisissa kysymyksissä.

---

<sup>268</sup> Invesdor.com. Sijoituskohteet.

<sup>269</sup> Invesdor.com. Sijoituskohteet.

<sup>270</sup> HE 157/1988, s. 29.

## 5.3 Osakkeiden markkinointi kuluttajille

### 5.3.1 Kuluttajansuojasääntely arvopaperimarkkinoilla

Joukkorahoitusta hakevan yrityksen markkinoidessa arvopapereita kuluttajista koostuvalle joukolle tulee sen AML:n lisäksi ottaa huomioon KSL:n markkinointisäännökset. KSL:n tarkoitus on suojata kuluttajien asemaa hyödykkeiden hankkijoina ja käyttäjinä suhteessa elinkeinonharjoittajaan<sup>271</sup>. Kuluttajana pidetään KSL:n 1 luvun 4 §:n mukaisesti luonnollista henkilöä, joka hankkii kulutushyödykkeen pääasiallisesti muuta tarkoitusta kuin elinkeinon harjoittamista varten. Kun KSL tuli voimaan vuonna 1978, arvopaperit eivät lukeutuneet sen markkinointisäännösten soveltamisalaan, koska niitä ei pidetty kulutushyödykkeiksi ymmärrettyinä tavaroina tai palveluksina<sup>272</sup>. Vuonna 1994 KSL:n soveltamisalaa katsottiin kuitenkin tarpeelliseksi laajentaa myös sijoitusomaisuutta, kuten arvopapereita, koskevaksi. Lain esitöiden mukaan muun muassa rahoitusmarkkinoiden murroksen myötä yksityishenkilöiden kasvanut kiinnostus sijoitustoimintaa kohtaan vaikutti sääntelyn soveltamisalan laajentamiseen. Yksityishenkilöiden sijoitustuotteiden asiantuntemuksen katsottiin usein olevan puutteellista, jolloin epätäydellisiin tietoihin perustuva sijoitustuotteiden markkinointi saattoi olla omiaan houkuttelemaan henkilöitä sijoittamaan varojan kyseenalaisiin kohteisiin. Vaikka KSL:n säännöksillä arvopaperimarkkinoiden sijoittajan suojalle katsottiin olevan vain rajallinen merkitys, nähtiin sijoitustuotteiden lukeminen KSL:n soveltamispiiriin kuitenkin tarpeellisena. Hallituksen esityksessä on todettu, että sijoitustuotteiden markkinoinnissa tulisi noudattaa samoja periaatteita kuin kulutustuotteidenkin markkinoinnissa, jonka lisäksi sitä tulisi valvoa myös kuluttajansuojan valvontakoneiston toimesta.<sup>273</sup>

KSL:n markkinointisäännöksiä uudistettiin vuonna 2008 EU:n sopimattomia elinkeinonharjoittajien ja kuluttajien välisiä kaupallisia menettelyjä koskevan direktiivin (2005/29/EY) täytäntöönpanon yhteydessä. Direktiivin keskeisenä pyrkimyksenä on kuluttajien taloudellisten etujen suojaaminen elinkeinonharjoittajien sopimattomalta toiminnalta<sup>274</sup>. Tähän sisältyy muun muassa vaatimus elinkeinonharjoittajan ammattimaisesta käyttäytymisestä sekä kuluttajan taloudellista etua häiritsevän toiminnan kieltö<sup>275</sup>. Direktiivin harmonisoinnin yhteydessä toteute-

---

<sup>271</sup> HE 8/1977, s. 5 ja 23.

<sup>272</sup> HE 360/1992, 1.2.1.

<sup>273</sup> HE 360/1992, 1.2.2..

<sup>274</sup> Ks. esim. direktiivin 2005/29/EY 8. Johdantokappale.

<sup>275</sup> HE 32/2012, s. 97.

tulla KSL:n lakiuudistuksella (29.8.2008/561) markkinoinnin hyvän tavan vastaisuutta ja sopimatonta menettelyä koskeva sääntely eriytettiin toisistaan. Hyvän tavan vastaisen sääntelyn katsottiin lain esitöissä koskevan puhtaasti eettisten sääntöjen rikkomista, kun taas sopimattomuus yhdistettiin kuluttajan taloudelliseen päätöksentekoon vaikuttaviin epäasiallisiin menettelytapoihin<sup>276</sup>. Direktiivin täysharmonisoinnin myötä sopimatonta menettelyä koskeva sääntely pohjaa pääosin direktiivin säännöksiin, kun taas hyvän tavan vastaisuuden osalta sääntely on puhtaasti kansallista<sup>277</sup>. Lakiuudistuksessa myös muita tiedonantovelvoitetta koskevia säännöksiä täydennettiin direktiivin mukaisesti<sup>278</sup>.

*Markkinointi* käsitteenä on laaja. Sillä tarkoitetaan muun muassa yrityksen kaupallista viestintää, kuten mainontaa, sekä kaupanteon yhteydessä annettuja tietoja ja erilaisia keinoja edistää myyntiä tai elinkeinonharjoittajan imagoa yleisemmin.<sup>279</sup> Fivan ohjeiden mukaan markkinoinnilla tarkoitetaan kaikkea muun muassa finanssituotteiden myynnin edistämiseen tähtäävää toimintaa<sup>280</sup>. KSL:n 2 luvun 4 §:n (29.8.2008/561) mukaan markkinoinnista tulee aina käydä selkeästi ilmi sen kaupallinen tarkoitus sekä se, kenen lukuun markkinoidaan. Markkinoinnin käsitteeseen lukeutuvaa mainontaa voidaan tarkastella keinona sekä tiedottaa että vaikuttaa kohderyhmän käyttäytymiseen. Tavanomaisesti mainonnalla pyritään ensisijaisesti kuitenkin kasvattamaan tuotteen myyntiä luomalla mahdollisimman hyvä kuva tarjottavasta tuotteesta, jolloin mainonnan tiedottamisfunktio jää taustalle tai jopa heikkenee. Tämän lisäksi mainonnan informaatio on yksipuolisesti yritykseltä kuluttajalle suuntautuvaa.<sup>281</sup> Osaltaan näiden seikkojen vuoksi sijoitustuotteita koskevaa tiedonantovelvollisuutta ei ole jätetty pelkästään markkinointisääntelyn varaan, vaan siitä säädetään erityisin tiedottamisvelvoittein.<sup>282</sup>

*Hyvän tavan vastainen markkinointi sekä kuluttajien kannalta sopimaton menettely* kielletään KSL:n 2 luvun 1 §:n (29.8.2008/561) yleislausekkeessa. Yleislausekkeen soveltaminen ei edellytä hyvän tavan vastaisen markkinoinnin tai sopimattoman menettelyn tahallisuutta, vaan sitä voidaan soveltaa ilman tahallisuuden kriteerien täyttymistäkin. Elinkeinonharjoittajan vastuu ei

---

<sup>276</sup> HE 32/2008, s. 13–15.

<sup>277</sup> Direktiivissä ”– ei puututa makuasioihin ja säädylisyyksymyksiin liittyviin oikeudellisiin vaatimuksiin, jotka poikkeavat suuresti toisistaan eri jäsenvaltioissa.” 2005/29/EY, johdanto-osa, kohta 7.

<sup>278</sup> Tarkemmat säännökset sopimattomana tai harhaanjohtavana menettelynä pidettävästä toiminnasta on annettu valtioneuvoston asetuksessa kuluttajien kannalta sopimattomasta menettelystä markkinoinnissa ja asiakassuhteissa (11.9.2008/601).

<sup>279</sup> HE 32/2008, s. 19.

<sup>280</sup> Fiva 15/2013, s. 6.

<sup>281</sup> Lampikoski 1974, s. 39, 41 ja 43.

<sup>282</sup> Hoppu 2004, s. 68.

siis rajoitu siihen, että tämä ei ennakolta tiennyt menetelleensä yleislausekkeen vastaisesti. Lausekkeen soveltaminen ei myöskään edellytä haitan tai vahingon todellista aiheutumista, vaan riittäväksi katsotaan jo se, että vahingon vaara on ollut mahdollinen.<sup>283</sup> Hyvän tavan vastaisena markkinointia KSL:n 2 luvun 2 §:n 1 mom:n mukaan pidetään, jos se on selvästi ristiriidassa yhteiskunnassa yleisesti hyväksytyjen arvojen kanssa. Markkinointia tulee arvioida objektiivisesti ja tapauskohtaisesti kaikki olosuhteet huomioiden<sup>284</sup>. Hyvää tapaa koskevan sääntelyn tarkoituksena on estää eettisesti arveluttavien markkinointikeinojen käyttö.

Menettelyn sopimattomuudesta säädetään tarkemmin KSL:n 2 luvun 3 §:ssä (29.8.2008/561). Pykälän mukaan menettelyä pidetään sopimattomana muun muassa jos se on:

- 1) elinkeinotoiminnassa yleisesti hyväksyttävän asianmukaisen menettelytavan vastainen; ja
- 2) omiaan selvästi heikentämään kuluttajan kykyä tehdä perusteltu ostopäätös tai kulutushyödykkeeseen liittyvä muu päätös ja johtamaan siihen, että kuluttaja tekee päätöksen, jota hän ei ilman menettelyä olisi tehnyt.

Molempien kohtien edellytysten tulee täytyä, jotta menettelyä pidettäisiin sopimattomana. Ensimmäisen kohdan yleisesti hyväksyttävä asianmukainen menettelytapa määritellään moneen eri lähteeseen – muun muassa lainsäädäntöön ja oikeuskäytäntöön, markkinoinnin itsesääntelylähteisiin<sup>285</sup> sekä kyseessä olevan alan käytänteisiin – perustuen. Toisen kohdan ostopäätöksen käsitteeseen sisältyy yhtäältä päätös ostosta kuin toisaalta se, millä hinnalla ja muilla ehdoilla kuluttaja hyödykkeen ostaa. Menettelyä arvioidaan objektiivisesti, eikä säännöksen soveltuminen edellytä kuluttajan tosiasiallista ostopäätöstä tai menettelyn aiheuttamaa konkreettista haittaa. Elinkeinonharjoittajan vastuu ei rajoitu myöskään siihen, onko hän menetellyt tuotuksellisesti vai ei.<sup>286</sup> Lähtökohtaisesti menettelyn sopimattomuutta arvioidaan keskivertokuluttajan – jolla EU:n tuomioistuimen<sup>287</sup> oikeuskäytännön mukaisesti tarkoitetaan valistunutta, kohtuullisen tarkkaavaista ja huolellista kuluttajaa – näkökulmasta<sup>288</sup>. Kuitenkin, jos markkinointi on suunnattu tietyille kuluttajaryhmälle, arvioidaan menettelyn sopimattomuutta

---

<sup>283</sup> Paloranta 2008, s. 25–26. Jo vuoden 1978 KSL:n esitöiden mukaan yleislausekkeen soveltamiseksi ei edellytetty konkreettisen vahingon aiheutumista kuluttajalle, eikä myöskään elinkeinonharjoittajan tietämättömyydellä säännösten vastaisen markkinoinnin käytöstä katsottu olevan merkitystä lausekkeen soveltamisessa. HE 8/1977, s. 26.

<sup>284</sup> HE 32/2008, s. 20. Vrt. AML:n 1 luvun 2 §:n hyvä arvopaperimarkkinatapa, jolla tarkoitetaan sellaisia sääntöjä ja periaatteita, joiden noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan valistuneen mielenpiteen mukaan on pidettävänä oikeana ja kaikkien markkinaosapuolten kannalta kohtuullisena kauppatapana.

<sup>285</sup> Esim. Kansainvälisen kauppakamarin (International Chamber of Commerce, ICC) markkinointisäännöt. Huom. ICC markkinointisäännöissä ei ole erikseen säännelty sijoitustuotteiden markkinoinnista.

<sup>286</sup> HE 32/2008, s. 21–22.

<sup>287</sup> Ennen 30.9.2009 tuomioistuimen nimi oli Euroopan yhteisöjen (EY) tuomioistuin.

<sup>288</sup> HE 32/2008, s. 22.

KSL:n 2 luvun 3 §:n 2 mom:n mukaisesti sen kuluttajaryhmän näkökulmasta, jolle kyseinen menettely on suunnattu.

KSL:n 2 luvun 6 §:n (29.8.2008/561) mukaan:

Markkinoinnissa tai asiakassuhteessa ei saa antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja, jos tiedot ovat omiaan johtamaan siihen, että kuluttaja tekee ostopäätöksen tai muun kulutushyödykkeeseen liittyvän päätöksen, jota hän ei ilman annettuja tietoja olisi tehnyt.

*Totuudenvastaisten tai harhaanjohtavien tietojen kieltö* koskee markkinoinnin lisäksi myös sopimuksen teon jälkeistä aikaa, asiakassuhdetta. Harhaanjohtavaa tiedon katsotaan olevan esimerkiksi silloin, kun tieto itsessään olisi oikea, mutta tiedon perusteella muodostuva kokonaiskuva muodostuu harhaanjohtavaksi<sup>289</sup>. KSL:n 2 luvun 6 §:n 2 mom:n esimerkkiluettelon mukaan kiellon on mainittu koskevan erityisesti muun muassa kulutushyödykkeen keskeisiä ominaisuuksia, kuten sen lajia, laatua ja määrää, kulutushyödykkeen hintaa, elinkeinonharjoittajan henkilöllisyyttä, ominaisuuksia, asemaa markkinoilla sekä tämän oikeuksia ja velvollisuuksia sekä kuluttajan oikeuksia, velvollisuuksia ja riskejä.

KSL:n 2 luvun 7 §:ssä (29.8.2008/561) kielletään *olennaisten tietojen antamatta jättäminen*:

Markkinoinnissa tai asiakassuhteessa ei saa jättää antamatta sellaisia asiayhteys huomioon ottaen olennaisia tietoja, jotka kuluttaja tarvitsee ostopäätöksen tai muun kulutushyödykkeeseen liittyvän päätöksen tekemiseksi ja joiden puuttuminen on omiaan johtamaan siihen, että kuluttaja tekee päätöksen, jota hän ei olisi riittävin tiedoin tehnyt.

Kuten KSL:n 2 luvun 6 §, myös 7 § kattaa markkinoinnin lisäksi myös asiakassuhteen. Säännös kattaa taloudellisten tietojen lisäksi myös kaikki muut kuluttajien kannalta olennaiset tiedot. Tiedonantovelvollisuuden laajuus ja sisältö vaihtelevat tapauskohtaisesti, jolloin se, mitä olennaisilla tiedoilla tarkoitetaan, on määriteltävä kunkin yksittäistapauksen mukaan erikseen.<sup>290</sup> Pykälän 2 mom:n mukaan myös tietojen selkeys ja ymmärrettävyys sekä se, että ne on annettu päätöksenteon kannalta oikeaan aikaan vaikuttavat tiedonantovelvollisuuden riittävyyden arviointiin. Lisäksi momentissa mainitaan huomioonotettavaksi markkinoinnissa käytetty viestin ja siihen liittyvät rajoitteet sekä elinkeinonharjoittajan muut toimenpiteet tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi.

---

<sup>289</sup> HE 32/2008, s. 24.

<sup>290</sup> HE 32/2008, s. 25.

Fiva on todennut ohjeistuksissaan KSL:n 2 luvun 6 ja 7 §:n osalta, että osakkeiden markkinoinnissa ei saa käyttää laissa määriteltäviä tai vakiintuneen merkityssisällön omaavia termejä harhaanjohtavasti, ja markkinoinnissa on määriteltävä sellaiset keskeiset termit, joilla ei katsota olevan vakiintunutta merkityssisältöä. Myöskään sellaisia lyhenteitä, jotka eivät ole tunnettuja jokapäiväisessä käytössä, tulisi markkinoinnissa välttää. Internetin kautta tapahtuva markkinointi on Fivan suositusten mukaan toteutettava niin, että tuotteeseen liittyvät tiedot ja varoitukset sen riskeistä on tuotu selkeästi ja kokonaisvaltaisesti esille ja että ne sekä muut olennaiset tiedot ovat helposti löydettävissä internetsivuilta. Olennaiset tiedot tulee siis esittää yhdellä sivulla yhtenä totuudenmukaisena kokonaisuutena. Fiva on myös todennut, että markkinointiaineisto ja siihen liittyvät linkit tulee selkeästi erotella lainmukaisen tiedonantovelvollisuuden täyttämiseksi laadituista tiedoista, esimerkiksi esitteestä, sekä osakkeen ehdoista<sup>291</sup>

KSL:n 6 a luku (21.1.2005/29) koskee *rahoituspalveluiden ja -välineiden etämyyntiä*. Luvun 1 §:n 1 mom:n 5 kohdan mukaan soveltamisala kattaa muun muassa AML:n soveltamisalaan kuuluvien rahasto-osuuksien tai muiden arvopaperien kuluttajille tarjoamisen. Luvun 4 §:n määritelmien mukaan:

*Etätarjontamenetelmällä* tarkoitetaan markkinointi- tai myyntitapaa, joka on järjestetty niin, että sen pääasiallisena tavoitteena voidaan katsoa olevan sopimusten tekeminen etäviestimen avulla.

*Etäviestimellä* tarkoitetaan puhelinta, postia, televisiota, tietoverkkoa tai muuta välinettä, jota voidaan käyttää sopimuksen tekemiseen ilman, että osapuolet ovat yhtä aikaa läsnä.

Luvun 5 §:ssä säädetään tiedonantovelvollisuudesta ennen etäsopimuksen tekemistä:

Sen lisäksi, mitä muualla laissa säädetään tiedonantovelvoitteista, kuluttajalle on annettava hyvissä ajoin ennen sopimuksen tekemistä 6–9 §:ssä tarkoitetut tiedot elinkeinonharjoittajasta, tarjottavasta rahoituspalvelusta, etäsopimuksesta ja oikeussuojakeinoista. Tiedot on annettava käytettyyn etäviestimeen sopivalla tavalla, selkeästi, ymmärrettävästi ja niin, että tietojen kaupallinen tarkoitus käy selvästi ilmi.

Luvun 6 §:ssä luetellaan ne elinkeinonharjoittajasta vaadittavat ennakkotiedot, joita 5 §:ssä ainakin tarkoitetaan ja 8 §:ssä luetellaan ne etäsopimuksesta annettavat tiedot, jotka elinkeinonharjoittajan tulee vähintään antaa ennakkoon.

---

<sup>291</sup> Fiva 15/2013, s. 16–17.

Lain Kilpailu- ja kuluttajavirastosta (30.11.2012/661) 1 §:n mukaan kuluttajien taloudellista ja oikeudellista asemaa turvaa Kilpailu- ja kuluttajavirasto<sup>292</sup> ja kuluttaja-asiamies. KSL:n 2 luvun 20 §:n (22.12.2009/1395) mukaan kuluttaja-asiamies valvoo markkinointia ja menettelyjä asiakassuhteessa kuluttajansuojan kannalta. KSL:n soveltamisalan ollessa osittain AML:n kanssa päällekkäinen on myös molempien lakien valvontaviranomaisten toimivalta arvopaperien markkinointia koskevissa asioissa rinnakkainen. AML:n 1 luvun 6 §:n 3 mom:n mukaan finanssivalvonnasta annetussa laissa (19.12.2008/878, jäljempänä FivaL) säädetään niistä AML:n valvontaa koskevista asioista, joiden osalta Fivan on yhteistyövelvollinen Kilpailu- ja kuluttajaviraston kanssa.

Fivan ja kuluttaja-asiamiehen erityisestä rinnakkaisesta toimivallasta markkinoinnin ja menettelytapojen valvonnassa säädetään FivaL:n 46 §:ssa. Pykälän 2 mom:n mukaan Fivan ja kuluttaja-asiamiehen on toimittava tarkoituksenmukaisessa yhteistyössä keskenään. Kuluttaja-asiamiehen toimivalta täydentää Fivan arvopaperimarkkinoiden valvontaa, ja kuluttaja-asiamies voi yleisen sekä FivaL:n 46 §:än perustuvan toimivaltansa nojalla puuttua KSL:a rikkovaan toimintaan, vaikka toimintaan soveltuisi myös AML<sup>293</sup>. Rinnakkaisen toimivallan avulla valvontaviranomaiset saattavat sopia työnjaosta tapauskohtaisesti kulloinkin kyseessä olevan markkinoinnin kohderyhmän perusteella<sup>294</sup>. Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistuksen esitöissä on todettu Fivan ja kuluttaja-asiamiehen yhteistyön olevan erityisen tärkeää uudenlaisten menettelytapojen yhteydessä sekä tilanteissa, joissa asian katsotaan olevan merkitykseltään laajakantoinen. Esimerkkinä jälkimmäisestä on mainittu tilanne, ”– – jossa arvioitava menettelytapa on yleistymässä markkinoilla tai palveluntarjoajien piirissä tai jos yksittäinen tapaus koskee laajaa kuluttajajoukkoa.”<sup>295</sup>

Useasti KSL:n ja AML:n soveltaminen johtaa asiassa samaan lopputulokseen, mutta soveltamisessa saattaa tietyissä tapauksissa ilmetä myös eroja. KSL:n tarkoitus on suojata *kuluttajaa*, kun taas AML:n tarkoituksena on muun muassa turvata arvopaperimarkkinoiden toimivuus, tehokkuus ja puolueettomuus sijoittajansuojan<sup>296</sup> avulla. KSL:n yleislausekkeessa kielletään nimienomaisesti kuluttajien kannalta sopimaton menettely. Voitaneenkin olettaa, että silloin kun AML:n soveltaminen katsottaisiin markkinoita heikentäväksi, eikä sitä siksi sovellettaisi,

---

<sup>292</sup> Kilpailuvirasto ja kuluttajavirasto yhdistettiin 1.1.2013 kilpailu- ja kuluttajavirastoksi.

<sup>293</sup> HE 32/2012, s. 100.

<sup>294</sup> HE 360/1992, 1.2.2..

<sup>295</sup> HE 32/2012, s. 100–101.

<sup>296</sup> AML suojaa sijoittajaa huolimatta siitä, onko tämä kuluttaja vai elinkeinonharjoittaja. Ks. esim. Hoppu 2004, s. 134.

KSL:n kuluttajaa suojaava sääntely kuitenkin soveltuisi.<sup>297</sup> AML:n esitöissä on todettu, että AML:n sisältäessä KSL:a täsmällisemmät säännökset muun muassa tiedonantovelvollisuutta koskien, syrjäyttävät AML:n säännökset KSL:n säännökset<sup>298</sup>.

AML:n soveltamisalalla korvausvastuu aiheutuu AML:n 16 luvun 1 §:n mukaan tuottamusperusteisesti, eli jos korvausvelvollinen on tahallaan tai huolimattomuuttaan aiheuttanut vahinkoa toiselle<sup>299</sup>. Lain esitöissä on todettu, että pykälä voidaan soveltaa myös AML:n 1 luvun 2–4 §:ssä säädettyjä yleisiä säännöksiä rikottaessa, mutta tuottamusedellytyksen myötä esimerkiksi hyvän tavan vastaiseen tai sopimattomaan menettelyyn perustuva korvausvelvollisuus ei kuitenkaan muodostu tällöin liian laajaksi<sup>300</sup>. Kun AML:n säännösten rikkoja on velvollinen korvaamaan aiheuttamansa vahingon, ei KSL:n yleislausekkeen rikkomista ole säädetty rangaistavaksi. Kuitenkin KSL:n erityissäännösten rikkomisesta, kuten totuudenvastaisten ja harhaanjohtavien tietojen antamisesta voi seurata rangaistus.<sup>301</sup>

### 5.3.2 Markkinoinnin lainmukaisuuden varmistaminen joukkorahoituksessa

Tehokas ja sijoittajiin vetoava markkinointi, jonka avulla joukkoja kutsutaan ja sijoittajien mielenkiinto herätetään, on joukkorahoitusprosessin onnistumisen avain. Yrityksen tulee laatia markkinointisuunnitelmansa huolella ja hyvissä ajoin ennen joukkorahoituskierrosta konsultoiden siinä tarvittaessa jopa ulkopuolista asiantuntijoita. Joukkorahoituksessa markkinointi tapahtuu tavanomaisesti pääasiassa internetissä ja sen sosiaalisessa mediassa vuorovaikutteisesti, joten näiden alustojen aktiivinen käyttö ja päivittäminen ovat tavallisesti keskeisessä osassa joukkorahoitusprosessin markkinointia. Ennen markkinointia perustajajäsenten tulee myös päättää, millä tavoin ja miten virallisesti he haluavat joukkorahoittajien osallistuvan yrityksen liiketoimintaan, ja markkinoida tuotettaan tähän päätökseen perustuen.

*Invesdorin* kautta toteutetuissa joukkorahoituskierroksissa markkinointiaineiston ytimenä on tavallisesti pitchille laadittu, mahdollisimman hyvin potentiaalista sijoittajia ajatellen toteutettu mainosvideo sekä erilaisten omien verkostojen ja kanavien hyödyntäminen rahoituskierroksen tunnettuuden levittämisessä<sup>302</sup>. Joukkorahoituspalvelujen kautta potentiaalisten sijoittajien on

---

<sup>297</sup> Hoppu 2004, s. 130–134.

<sup>298</sup> HE 32/2008, s. 29.

<sup>299</sup> ”Tekijän menettely on huolimaton, jos hän rikkoo olosuhteiden edellyttämää ja häneltä vaadittavaa huolellisuusvelvoitetta, vaikka hän olisi kyennyt sitä noudattamaan (*tuottamus*).” Rikoslaki (19.12.1889/39) 7 §:n (13.6.2003/515).

<sup>300</sup> HE 32/2012, s. 169–171.

<sup>301</sup> Hoppu 2004, s. 128–129 ja 198.

<sup>302</sup> Invesdor.com. Joukkorahoitusprosessi.



helppo löytää ja tutkia joukkorahoitusta hakevia yrityksiä, mutta jos rahoitusta hakevan yrityksen omat verkostot ovat jo laajat ja yhteisöllisten viestimien käyttö on aktiivista, voi yritys aivan hyvin suoriutua joukkorahoituskierrroksesta onnistuneesti ilma joukkorahoitusalojen apuakin.

Markkinoinnin lainmukaisuutta arvioitaessa huomioon otetaan markkinoinnin vaikutus kohderyhmään sekä markkinoitavien hyödykkeiden erityispiirteet, kuten esimerkiksi hyödykkeen tunnettuus kohderyhmässä, hyödykkeen hankkimisen riskit ja taloudelliset vaikutukset sekä se, kuinka pitkäksi aikaa ostaja sitoutuu hyödykkeeseen. Erityisesti sijoitustuotteiden nähdään sisältävän monia näistä huomioon otettavista elementeistä. Sijoitustuotteiden markkinoinnin lainmukaisuutta arvioidaan tiukemmin, koska niitä pidetään suurelle osaa kansasta yleisesti ottaen tuntemattomina ja outoina. Mahdollisista jälkimarkkinoistaan huolimatta sijoitustuotteita, kuten osakkeita, voidaan pitää markkinoinnin lainmukaisuuden arvioinnissa myös hyödykkeinä, jotka aiheuttavat omistajalleen pitkäaikaisen sidonnaisuuden, joka osaltaan vaikuttaa myös arviointia tiukentavasti. Sijoitustuotteiden riskillisuus korostuu etenkin kokemattomien sijoittajien suhteen, joiden ei katsota omaavan erityistä asiantuntemusta sijoitustuotteiden mahdollisesti suurista ja yllättävistäkin riskeistä. Sijoitustuotteiden lainmukaisuuden arviointi katsotaan sitä ankarammaksi mitä riskipitoisempana tuotetta pidetään.<sup>303</sup>

Koska joukkorahoituksen yleinen toimintalogiikka tuo arvopaperien tarjonnan kohteeksi suuren yleisön, jonka joukosta valtaosa on tavanomaisesti kuluttajia ja siten lähtökohtaisesti kokemattomiksi sijoittajiksi luettavissa, voidaan joukkorahoituksella tarjottujen arvopapereiden markkinoinnin lainmukaisuuden arvioinnin arvioida olevan tässä suhteessa usein melko tiukkaa<sup>304</sup>. Tämän vuoksi myös AML:n ja KSL:n arvopaperien markkinointia koskevien markkinointisäännösten tulkitseminen yhdessä ja toisiaan täydentävinä voidaan nähdä oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen osalta tarkoituksenmukaisena. Uudenlaisena ja suosiotaan kasvattavana sekä suurta yleisöä tavoittelevana rahoitusmallina oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta voitaneen pitää lisäksi menettelytapana, jonka valvonnassa erityisesti edellytetään markkinoinnin valvontaviranomaisten yhteistyötä. Joukkorahoitusta hakevan yrityksen olisikin hyvä ennen yleisölle suunnattuja markkinointitoimenpiteitään perehtyä esimerkiksi Fivan osakkeiden markkinointia koskeviin ohjeisiin sekä kuluttaja-asiamiehen linjauksiin.

---

<sup>303</sup> Hoppu 2004, s. 187–190 ja 202.

<sup>304</sup> Joukkorahoitusta voidaan markkinoida myös ainoastaan kokeneille sijoittajille, mutta tämän tutkielman kannalta olennaisena pidetään tarkastelua, jossa markkinoinnin kohteena ovat kokemattomat sijoittajat ja pääasiassa kuluttajista koostuva joukko.

Osakkeita markkinoitaessa hyvän tavan vastainen sekä sopimaton menettely on kielletty, eivätkä annetut tiedot saa olla sillä tavoin epäolennaisia tai harhaanjohtavia, että ne olisivat omiaan johtamaan kuluttajan ostopäätöksen, jota hän ei ilman annettuja tietoja tekisi. On myös huomioitava, että sopimattomaksi katsottava markkinointimenettely ei edellytä menettelyn aiheuttamaa konkreettista haittaa, vaan menettelyn arviointi on objektiivista. Fiva on todennut osakkeiden markkinoinnissa olevan erityisen tärkeää se, että annettu tieto on selkeää, ymmärrettävää ja tasapuolista, että sen perusteella tarjotusta tuotteesta saa oikean kuvan ja että markkinointiaineisto sisältää tiedot, jotka ovat asiakkaan taloudellisen turvallisuuden kannalta tarpeellisia<sup>305</sup>. Erityisen tarkkoja markkinoinnin totuudenmukaisen kuvan esittämisen kannalta on oltava osakkeen keskeisten ominaisuuksien, kuten lajin, määrän ja hinnan sekä yrityksen ominaisuuksien ja aseman ja kuluttajan riskien esittämisen osalta.

Fivan mukaan AML:n ja KSL:n markkinointisäännösten tarkoituksena on taata se, että sijoittajat markkinointiaineiston perusteella ymmärtävät, minkälainen sijoitustuote on kyseessä. Lähtökohtana osakkeiden markkinoinnissa voidaan katsoa olevan markkinoitavien osakkeiden kannalta merkitseviin seikkoihin keskittyminen, joiden avulla sijoittaja punnitsee sijoituspäätöstään. Markkinoinnilla ei saa luoda perusteettomia mielikuvia sijoituksen tuotto-odotuksia ja tuoton saamisen epävarmuus sekä mahdollisuus pääoman menettämiseen tulee aina kertoa tarkoituksenmukaisesti ja selkeästi. Tiedoissa ei saa epäolennaisia seikkoja korostamalla koettaa harhaanjohtaa sijoittajaa, vaan esimerkiksi tiedot sijoituksen riskeistä tulee olla kerrottuna asianmukaisella tavalla. Markkinointimateriaalista on myös aina käytävä selkeästi ilmi, kuka osakkeita laskee liikkeelle ja kuka osakkeista vastaa.<sup>306</sup>

Yrityksen on markkinointistrategiaansa valmisteltaessa perehdyttävä arvopaperimarkkinoiden alan käytänteisiin ja siihen, mitä alalla pidetään asianmukaisena menettelytapana, sekä arvioitava markkinointiaan kohderyhmänsä asiantuntemuksen perusteella. Jos joukkorahoittajien ryhmää ei ole millään tavoin rajoitettu, vaan osakkeita tarjotaan suurelle yleisölle, eli pääasiassa kokemattomille sijoittajille, on rahoitusta hakevan yrityksen huomioitava markkinoinnin tiukemman arvioinnin periaate ja valmisteltava markkinointiaineistonsa sen mukaiseksi. Sijoitukseen liittyvän riskin esittäminen totuudenmukaisesti on sijoitustuotteiden markkinoinnissa korostetussa asemassa, etenkin silloin kun tuotetta markkinoidaan ei-ammattimaisille, kokematt-

---

<sup>305</sup> Fiva 15/2013, s. 10.

<sup>306</sup> Fiva 15/2013, s. 12–14.

tomille sijoittajille. Vaikka yrityksen perustajajäsenten odotukset yhtiön tulevaisuudelle olisivatkin suuret, on liioiteltujen odotusten esittämistä joukkorahoittajille vältettävä. Osakkeiden tuotto-odotukset tulee laskea ja valmistella huolellisesti ja esittää sitten realistisesti sekä selkeästi laskentaperusteiden avulla markkinoinnin kohderyhmälle. Käytännössä esimerkiksi aineistossa käytetyt vakiintumattomat termit on hyvä selventää sekä suurelle yleisölle epäselvien lyhenteiden käyttöä lieenee tarpeen välttää. Myös osakesijoitukseen olennaisesti liittyvät ehdot saattaa olla hyvä ilmoittaa, etenkin, jos ne ovat omiaan vaikuttamaan esimerkiksi osakkeiden tuottamiin oikeuksiin tai osakkeiden likviditeettiin ja osakkeenomistajien irtautumismahdollisuuksiin yhtiöstä<sup>307</sup>.

Markkinoinnissa on otettava huomioon myös AML:n esittä koskevat vaatimukset; jos tarjouksesta on laadittu esite, on siitä AML:n 5 luvun 4 §:n mukaan otettava maininta markkinointiaineistoon, ja toisaalta, jos esittä ei ole julkaistu, on markkinointiaineistoon sisällytettävä siitä varoitus<sup>308</sup>. Kyseinen varoitusvaatimus koskee vain tilanteita, joissa arvopapereita on tarjottu viimeisen 12 kuukauden aikana vähintään viiden miljoonan euron arvosta, eikä EU-esittä ole laadittu, mutta Fiva suosittelee varoituksen ottamista markkinointiaineistoon myös silloin, kun arvopapereita tarjotaan 12 kuukauden aikana vähintään 1,5 miljoonan euron arvosta eikä tarjouksesta julkaista kansallista esittä. Fivan ohjeiden mukaan markkinointiaineisto ei saa myöskään olla sekoitettavissa sisältönsä tai esitystapansa perusteella AML:n tiedonantovelvollisuuden täyttäviin tietoihin tai laissa tarkoitettuihin esitteisiin.<sup>309</sup>

Koska internetin välityksellä toteutettava kattava markkinointikampanja sekä erilaiset yhteisölliset markkinointi- ja tiedonlevitystavat liittyvät tavallisesti erottamattomasti joukkorahoitukseen, on sen suhteen markkinoinnissa huomioitava erityisesti internet-markkinointia koskevat vaatimukset. Sosiaalisessa mediassa tapahtuva aktiivinen markkinointi joukkorahoittajien mielenkiinnon herättämiseksi kuuluu olennaisena osana joukkorahoitusprosessiin, ja markkinoinnille asetetut vaatimukset onkin tärkeä ymmärtää vuorovaikutteisia ja dynaamisia internetalustoja ja sosiaalista mediaa hyväksikäyttäessä. Fivan ohjeiden mukaan markkinoinnin sisältämät oleelliset tiedot, etenkin osakkeeseen liittyvät varoitukset ja ehdot, tulee esittää yhdellä sivulla siten, että sisältö on selkeä ja kokonaisvaltainen. Suurelle yleisölle kohdistettava markkinointiaineisto on laadittava sellaiseksi, että se on selkeää ja ymmärrettävää.

---

<sup>307</sup> Ks. esim. Fiva 15/2013, s. 12.

<sup>308</sup> Esiteasetuksen 24 artiklan 2 kohta.

<sup>309</sup> Fiva 15/2013, s. 32.

Viestinnän kontrollointi ja esimerkiksi mahdollisten tiedollisten virheiden havaitseminen ja korjaus saattavat osoittautua ennakoitua hankalammaksi, jos markkinoinnissa käytetään useita eri markkinointikanavia. Joukkorahoitusta harjoittavan yrityksen onkin tärkeää suunnitella markkinointikampanjansa ja -kanavansa huolella ja hallita yrityksensä tiedonjakelukanavien käyttö erinomaisesti. Lisäksi internetin välityksellä tapahtuvan markkinoinnin osalta yrityksen on huomioitava KSL:n 6 a luvun etätarjontamenetelmää koskeva sääntely ja siinä vaadittavat tiedonantovelvoitteet. Yrityksen on siten hyvissä ajoin ennen sijoitussopimuksen tekemistä annettava tarpeelliset tiedot yrityksestä, tarjottavasta osakkeesta sekä sitä koskevasta sopimuksesta.

Joukkorahoituksen markkinoinnissa myös yrityksestä jo kiinnostuneet käyttäjät saattavat olla hyödyksi yrityksen tunnettuuden levittämisessä, ja heidän avullaan tiedon levityksen laajuus ja nopeus saattaa hyvinkin moninkertaistua. On kuitenkin myös huomioitava, että sosiaalisessa mediassa leviävää tietoa ei voida tehokkaasti kontrolloida ja se saattaa vääristyä matkalla. Myös tämän vuoksi oikeiden ja totuudenmukaisten oleellisten tietojen esittäminen kattavasti ja selkeästi yhdellä virallisella sivustolla on tärkeää. Näin sijoitusta tehdessä sijoittajilla on ainakin täysi mahdollisuus tutustua virheelliset tiedot oikaisevaan, viralliseen markkinointiaineistoon ennen sijoituspäätöksen tekemistä. Joukkorahoitusta tarjoava yritys on vastuussa ainoastaan itse tuottamastaan markkinointi-informaatiosta.

## 6 Lopuksi

Joukkorahoituksen kasvua on vauhdittanut muun muassa internetin ja sen yhteisöllisten alustojen kehitys, jotka mahdollistavat eri tahojen vuorovaikutteisen viestinnän sekä suurtenkin joukkojen tavoittamisen vaivattomasti, nopeasti ja kustannustehokkaasti. Joukkoja voidaan internetin välityksellä kutsua osallistumaan myös yritysten liiketoiminnan rahoittamiseen, mikä voidaan nähdä varteenotettavana mahdollisuutena erityisesti sellaisille kasvu- ja startup-yrityksille, jotka eivät löydä tarvittavia rahoitusratkaisuja toimintansa käynnistämiseksi perinteisistä rahoituslähteistä. Oman pääoman ehtoisessa joukkorahoituksessa pääomaa kerrytetään suurten, yksittäisten sijoituspanosten sijaan suurelta yleisöltä, pienten, mutta monilukuisten sijoitussummien kautta. Tutkielman tarkoituksena on ollut perehtyä oman pääoman ehtoiseen joukkorahoitukseen ja sen käyttöpotentiaaliin yksityisten osakeyhtiöiden pääomarahoituksen lähteenä. Joukkorahoituksen alan ollessa vielä vakiintumaton ja hyvinkin monimuotoinen on tärkeää, että yritykset, jotka lähtevät joukkorahoitusta hyödyntämään, tietävät, millaisen sääntelyn rajoissa joukkorahoitusta tulee ja kannattaa toteuttaa.

Osakeyhtiömuotoa pidetään tehokkaana apuvälineenä yrityksen pääoman hankinnassa suurelta osin osakeyhtiöitä sääntelevän OYL:n dispositiivisen luonteen vuoksi. Oman pääoman ehtoisessa joukkorahoituksessa yksityinen osakeyhtiö tarjoaa osakkeitaan suurelle yleisölle suunnatulla osakeannilla määrittäen tarjottavan osakkeen hinnan ja sen tuottamat oikeudet etukäteen, jonka jälkeen potentiaaliset joukkorahoittajat tekevät sijoituspäätöksensä sijoituksen ehtoja ja etuja vertaillen, esimerkiksi sijoituksen riski-tuotto -suhdetta punnitsemalla. Osakeyhtiöön pääomaa sijoittavien tavoitteena on tavallisesti sijoituksesta saatavan tuoton maksimointi, joka konkretisoituu osinkona tai osakkeita jälkimarkkinoilla myydessä luovutushintana. Joukkorahoitukseen sijoittajia motivoivat kuitenkin tavanomaisesti erilaiset, niin tunneperäiset, sosiaaliset kuin taloudellisetkin tekijät, eikä taloudellisen hyödyn tavoittelua voida siten automaattisesti pitää joukkorahoittajien pääasiallisena tavoitteena.

Erilaisten liiketoiminnallisten piirteidensä vuoksi myös joukkorahoitusta hyödyntävien yritysten tavoitteet ovat keskenään varsin erilaisia, minkä vuoksi joukkorahoituksen osalta ei olekaan esitettävissä mitään yhtä oikeaa toimintatapaa, vaan jokaisen yrityksen tulee omakohtaisesti harkita vaihtoehtoisten toimintatapojen käytön vaikutukset joukkorahoituskierroksen onnistumiseen sekä yrityksen toimiin tulevaisuudessa. Perustajajäsenten tulee ennen joukkorahoitusprosessiin ryhtymistään selvittää, mitä erilaisia liiketoiminnallisia ja juridisia seikkoja yrityksen on otettava huomioon varmistaakseen, että joukkorahoitus osoittautuu myös yrityksen tulevien

strategisten päämäärien suhteen kannattavaksi. Perustajajäsenten on arvioitava, millaisia seurauksia joukkorahoituskierron onnistuminen luo tarvittavan rahoituksen saamisen lisäksi yrityksen muuhun toimintaan. Joukkorahoituksen sivuvaikutukset kun saattavat joissakin tapauksissa osoittautua yhtiön hallinnoimisen ja tehokkaan toiminnan kannalta jopa epäedullisiksi, jos niihin ei ole osattu varautua etukäteen. Perustajajäsenten on pohdittava, millaiset pelisäännöt mahdollisimman tehokkaasti tukisivat ja edistäisivät yrityksen toiminnalle asetettuja tulevaisuuden tavoitteita, ja muotoiltava joukkorahoituksen ehdot laadittua strategiaa puoltaviksi. Samalla joukkorahoituksen sisältö on laadittava kuitenkin myös sellaiseksi, että se on sijoittajien kannalta houkutteleva ja tukee ensisijaisesti itse rahoituksen saantia.

Joukkorahoituksen onnistumisen seurauksena rahoitusta hakeneelle yhtiölle saattaa muodostua sangen laaja osakaspohja. Toisin kuin perinteisten pääomasijoitusten osalta, joukkorahoituksessa perustajaosakkeenomistajien intresseissä ei todennäköisesti useinkaan ole osallistua ainaakaan kaikkia joukkorahoittajia yhtiön hallinnoimiseen, vaan yhtiön perustajajäsenten tavoitteena lienee tavallisesti säilyttää yhtiön määräysvalta ja hallinnoiminen ennallaan, ja kontrolloida laajan osakaspohjan mahdollisesti yhtiön hallinnoimiselle aiheuttamia muutoksia mahdollisimman tehokkaasti. Usealle osakkeenomistajalle hajautunut määräysvalta saattaa muun muassa osoittautua yhtiön päätöksenteon kannalta tehottomaksi ja aiheuttaa haasteita yhtiön tulevaisuuden liiketoimintojen toteuttamiselle. Jos perustajajäsenet katsovat tarpeelliseksi järjestää yhtiön hallinnoimista ja määräysvallan jakautumista, he voivat hyväksikäyttää siinä niin yhtiöoikeudellisesti sitovia, yhtiöjärjestykseen otettavia ehtoja ja määräyksiä kuin yleisen sopimusoikeuden alaan kuuluvaa osakassopimukseenkin kirjattavia kontrolloikeinoja.

Joukkorahoituksella tarjottavia osakesarjoja niiden tuottaman äänioikeuden suhteen erilajistamalla perustajajäsenet saattavat keskittää määräysvaltaa yhtiössä haluamallaan tavoin. Joukkorahoittajien äänivaltaa voidaan rajoittaa tai se voidaan poistaa kokonaan, jolloin kontrolloivalta yhtiössä voidaan säilyttää suurelta osin tai kokonaan perustajajäsenillä. Yhtiöjärjestyksen lunastus- tai suostumuslausekkeilla myös osakkeiden vaihdantaa voidaan rajoittaa ja kontrolloida siten yhtiön osakkeiden liikkeitä ja määräysvallan jakautumista yhtiössä sekä perustajajäsenten että joukkorahoittajien suhteen. Yhtiöjärjestyksen määräysten osalta on kuitenkin aina huomioitava OYL:n niille asettamat rajat. Osakassopimusten avulla osakkeenomistajien keskinäisistä sekä yhtiön välisistä suhteista voidaan sopia kattavammin ja joustavammin kuin yhtiöjärjestyksessä. Osakassopimuksella voi joukkorahoituksen osalta olla tarpeellista sopia esimerkiksi perustajajäsenten välisestä äänestämiskäyttäytymisestä ja yhtiön hallinnoimisesta sekä heidän

mahdollisuuksistaan myydä osakkeitaan eteenpäin ulkopuolisille. Myös joukkorahoittajat voidaan sitouttaa osakassopimukseen, jossa on ennalta sovittu esimerkiksi osakkeiden vaihdannanrajoituksista, tulevaisuuden yritysjärjestelyjä tai -myyntiä koskevista ja tukevista toimista sekä osakkeenomistajien käyttäytymisvaatimuksista niiden suhteen tai muista sopimistarpeen alaiseksi katsotuista seikoista.

Mahdollisista osakkeenomistajien lähtökohtaisten oikeuksien rajoituksista huolimatta joukkorahoittajia tulee aina kohdella samalla tavoin kuin muitakin yhtiön osakkeenomistajia. Yhdenvertaisuuden periaatteen myötä määräysvalta-asemassa oleville osakkeenomistajille ei saa syntyä epäoikeutettua etua joukkorahoittajien kustannuksella esimerkiksi epätasavertaisen informaation jakamisen kautta<sup>310</sup>. Joukkorahoitusta hyödyntävän yrityksen onkin aina tarpeen huolehtia tarkoin joukkorahoittajien riittävästä informoinnista. Osakkeiden tuottamien oikeuksien rajoittaminen on myös kompensoitava joukkorahoittajille esimerkiksi osakkeen merkintähinnassa, jotta rahoittajien kiinnostus sijoittaa varojaan yritykseen ei alene siinä määrin, että tarvittava rahoitus jää saamatta.

Koska joukkorahoituksessa liikkeeseen lasketuilla osakkeilla ei tavallisesti käydä kauppaa jälkimarkkinoilla, saattaa sijoittajien sijoituksen arvonnousun realisoiminen olla usein sangen hankalaa. Tässä suhteessa sijoituksen määräaikaistaminen yhtiöjärjestykseen otetulla lunastusehdolla voidaan nähdä vartenotettavana ja käyttökelpoisena vaihtoehtona myös joukkorahoituksen kautta rahoitettujen yritysten strategiassa. Tiettyinä, ennalta sovittuna ajankohtana toteutettavan lunastusehdon myötä sijoittajan riski saattaa nousta entisestään, mutta toisaalta ehdon käyttö saattaa olla sijoittajan kannalta myös varsin kannattavaa, jos yrityksen kehitys on voimakasta ja osakkeen arvo nousee nopeasti. Tällöin sijoituksen kerryttämän tuoton realisoiminen on mahdollista toteuttaa tehokkaasti ehdon avulla. Yrityksen kannalta lunastusehtojen käytön myötä yhtiön on mahdollista päästä tietyllä hinnalla eroon suuresta määrästä osakkeenomistajiaan, ja samalla se saa asetettua joukkorahoittajien tuotolle katon.

Sijoittajan kannalta oman pääoman ehtoista joukkorahoitusta voidaan pitää suhteellisen riskialttiina toimintana, kun joukkorahoitusta tavanomaisesti hyödyntävien pienten kasvu- tai startup-yritysten epäonnistumisriski on usein suuri eivätkä joukkosijoittajat, jotka ovat monesti sijoitustoiminnan suhteen melko kokemattomia, tavallisesti ymmärrä kaikkia sijoitustoiminnan riskejä. Lisäksi yksityiseen osakeyhtiöön tehdyn sijoituksen mahdollinen jälkimarkkinoiden puute

---

<sup>310</sup> Ks. HE 109/2005, s. 113.

lisää sijoituksen riskiä, kun sijoittajan ei ole mahdollista tehokkaasti realisoida sijoituksensa arvonnousua. Pääomamarkkinoilla sijoittajaa suojataankin monella tavalla, mikä on selkeästi nähtävissä lainsäädännön tavoitteissa. Arvopaperimarkkinalainsäädännössä sijoittajaa suojamalla pyritään turvaamaan arvopaperimarkkinoiden tehokas toiminta, johon tähdätään muun muassa AML:n osakkeita ja niiden tarjoajia koskevien tiedonantovelvollisuussäännösten avulla. Sijoittajien sijoituspäätöksen tueksi rahoituksen hakijalta hyvien menettelytapojen lisäksi vaaditaan esitettäväksi oikeanlaiset ja riittävät tiedot yrityksestä ja tarjottavan arvopaperin arvosta joukkorahoittajien sijoituspäätöksenteon tueksi.

Lähtökohtaisesti, kun osakkeita tarjotaan yleisölle, laki velvoittaa tarjousta koskevan esitteen laatimista. Velvollisuudesta on kuitenkin poikkeuksia, jotka joukkorahoitusta harjoittavan yrityksen tulee osakkeita tarjotessaan ottaa huomioon, jos se haluaa välttää lisäkustannuksia aiheuttavan ja aikaa vievän esitteen laatimisvelvollisuuden. Esitevelvollisuuden välttäminen lieeneekin tarpeen suurimmassa osassa joukkorahoituskiirroksia, koska esitteen laatiminen vaatii yritykseltä varsin runsaasti aikaa sekä varoja ja on mahdollista, että sen laatimiskustannukset ylittävät jopa joukkorahoituksella kerrytettävän rahoituksen määrän. Osakkeita tarjottaessa yleisölle alle 1,5 miljoonan, tai tulevan lakimuutoksen myötä 3 miljoonan euron arvosta 12 kuukauden aikana ei yritykselle aiheudu velvollisuutta laatia AML:n mukaista kansallista esitettä. Esitteen laatiminen on myös mahdollista välttää tarjoamalla osakkeita alle 150 ei-kokeelle sijoittajalle tai – joukkorahoituksen perusominaisuuksista poiketen – ainoastaan ammatillisille sijoittajille. Jos joukkorahoituksella on yrityksen toiminnan kannalta tarkoituksenmukaista kerätä varoja siten ja siinä määrin, että esite on velvollista laatia, on yrityksen perehdyttävä esitevaatimukseen tarkoin sekä laskettava, että esitteen laatimiskustannusten jälkeenkin rahoitusta saadaan tarvittava määrä. Tavanomaista on, että yritysten on tukeuduttava asiantuntijapuun esitteen laatimisessa, ellei tarvittavaa asiantuntemusta ja aikaa löydy yrityksen sisältä..

Vaikka yritys esitevelvollisuudelta poikkeuksien nojalla välttyisikin, on sen aina noudatettava AML:n 1 luvun 2–4 §:ssä säädettyjä osakkeiden yleisölle tarjoamiseen sovellettavia yleisiä periaatteita. Arvopapereista ja niiden yleisölle tarjoajasta tulee aina antaa riittävät tiedot arvopapereiden arvoon vaikuttavista seikoista sijoittajien päätöksenteon tueksi. Potentiaalisia sijoittajia tulisi informoida erityisesti sijoituksen riskeistä sekä yrityksen toimintaympäristöstä ja tulevaisuudennäkymistä. Annettujen tiedon tulee olla totuudenmukaisia eivätkä ne saa olla ylioptimistisia, tai antaa liian positiivista kuvaa yrityksen tilanteesta. Yrityksen tulee valmistella tiedonantovelvollisuutensa kattamiseksi julkaistava aineisto ja dokumentit huolella joukkorahoituskierron koon ja ominaispiirteiden perusteella.



Osakkeita yleisölle markkinoitaessa on otettava huomioon AML:n ja KSL:n arvopapereiden markkinointia koskeva sääntely. Joukkorahoituksen uutuus ja sen riskillisuus kokemattomille sijoittajille suunnattuna korostuvat markkinoinnin lainmukaisuuden arvioinnissa. Pääasiassa internetin ja sen vuorovaikutteisten alustojen kautta tapahtuvan markkinoinnin on suunniteltava etukäteen siten, että se on hyvän arvopaperimarkkinatavan sekä totuudenmukaista, ja siinä tulee aina esittää selkeästi ja tasapuolisesti muun muassa sijoittajan taloudellisen turvallisuuden kannalta olennaiset sijoituspäätökseen vaikuttavat tiedot. Markkinointimateriaali on hyvä olla esitettyinä siten, että siitä saatava kokonaiskuva on selkeä ja siten, että tietoja voidaan tarpeen mukaan muuttaa ja korjailla. Onnistunut joukkorahoitusprosessi ja sen kautta muodostunut omistaja(-asiakas)kunta saattavat nostaa myös yrityksen liikearvoa ja tunnettuutta. Rahoitusfunktion lisäksi yrityksen kannattaakin huomioida joukkorahoituksen potentiaali myös markkinointikeinona, ja pyrkiä hyödyntämään rahoittajien mielenkiintoa ja innostusta hanketta kohtaan yrityksen tunnettavuuden levittämisessä. Tehokas ja lainmukainen markkinointi internetin yhteisöllisten alustojen kautta onkin jokaisessa joukkorahoitusprosessissa erityisen tärkeää hallita erinomaisesti. Markkinointikampanja ja -kanavat on suunniteltava huolella ja internet-viestinnässä markkinointikanavien asianmukainen käyttö on hallittava erinomaisesti. Joukkorahoitusta hakevan yrityksen kyky vakuuttaa joukkorahoittajat yrityksen kasvupotentiaalista ja perustajajäsenten ammattitaidosta ja kokemuksesta on joukkorahoitusprosessin onnistumisen kannalta olennaiset tärkeitä.

Yhteiskunnallisesta näkökulmasta joukkorahoitusta voidaan pitää mahdollisuutena edistää innovatiivisia hankkeita ja yrittäjyyttä, mikä saattaa johtaa uusien työpaikkojen luomiseen ja kansantalouden kasvuun. Markkinoiden muutokseen lainsäädännön tulisi vastata mukautumalla kehitykseen ja vaihdannan rajoittamisen sijaan tulisi varmistaa, että lainsäädäntö tukee ja edistää tehokasta vaihdantaa<sup>311</sup>. Oman pääoman ehtoisen joukkorahoituksen vaihdannalle luomia uusia mahdollisuuksia ei siten tulisi myöskään rajoittaa liiallisella regulaatiolla. Sijoittajaa on tärkeä suojata, jotta luottamus markkinoihin säilyisi, mutta myös yksilöiden päätöksenteon rationaalisuuteen tulisi luottaa ja sijoittajille olisi turvattava vapaus tehdä haluamiaan sijoituspäätöksiä sääntelyn niitä rajoittamatta. Joukkorahoitusta koskeva sääntely on tällä hetkellä valmis-teilla, ja vaikuttaa siltä, että ainakin joukkorahoitusta hakevan yrityksen kannalta sääntely on muodostumassa joustavammaksi ja joukkorahoituksen hyödyntämistä tukevaksi. Tuleva erityissääntely ei kuitenkaan vaikuta tutkielmassa esitettyihin havaintoihin muulla tavoin, kuin

---

<sup>311</sup> Timonen 2000, s. 19.

esitettä koskevan raja-arvon osalta, joka on osaltaan tutkielmassa huomioitu. Näin ollen tutkielman päätelmät ovat päteviä myös joukkorahoituslain voimaantulon jälkeen.